



COMENTARIO MARZO 2023

Estimado inversor,

El primer trimestre de 2023 ha sido positivo en la mayoría de los índices mundiales, con un fuerte repunte en los PMI de EE. UU. y Europa. La disminución en los precios de la energía y el petróleo, junto con la reapertura de China, han influido en la mejora del sentimiento empresarial.

Sin embargo, el panorama geopolítico sigue siendo complicado, con la guerra en Ucrania y las tensiones renovadas entre EE. UU. y China. La inflación ha mostrado una tendencia a la baja en el trimestre, pero la subyacente ha permanecido alta, obligando a los bancos centrales a endurecer la política monetaria.

El colapso del Silicon Valley Bank (SVB) en marzo provocó una fuerte venta en los sectores financieros de EE. UU. y Europa. Los mercados comenzaron el año con un repunte en enero, pero en febrero las expectativas de tasas de interés más altas pesaron sobre los mercados de renta fija y variable. En marzo, el desplome del SVB y las preocupaciones más amplias en torno al sector financiero afectaron las acciones bancarias, mientras que los bonos gubernamentales repuntaron.

En EE. UU., los datos económicos sugieren un crecimiento continuo en el primer trimestre. El mercado laboral se mantuvo fuerte, con un incremento en los empleos no agrícolas de 311.000 en febrero, superando las expectativas. Los salarios promedio por hora aumentaron solo un 0,2% mensual y un 4,6% anual, lo que indica una desaceleración gradual en las presiones salariales. La inflación al consumidor de febrero se situó en el 6% anual, marcando la octava disminución mensual consecutiva. La Reserva Federal, en respuesta a la situación económica y al desplome del SVB, decidió aumentar las tasas de interés en 25 puntos básicos en marzo.

En Europa, la actividad económica también sorprendió al alza durante el trimestre, a pesar de las crecientes tasas de interés y la agitación en el sector bancario en marzo. La disminución de los precios de la energía y la resistencia de los servicios impulsaron el PMI compuesto de la eurozona a un máximo de 10 meses, alcanzando la tasa de 54,1 en marzo, superando las expectativas. Alemania y Francia, los principales motores de crecimiento de la eurozona, mostraron datos de actividad sólidos en el primer trimestre. En Alemania, todos los subcomponentes del índice IFO mejoraron sustancialmente, mientras que, en Francia, a pesar de las huelgas nacionales contra las reformas de las pensiones, el PMI compuesto se situó en 54 respecto de 49,1 en el mes anterior.

Desde que China abandonó su política de cero COVID a finales del año pasado, su economía ha experimentado una notable recuperación. La inflación ha sido sorprendentemente baja, lo cual es un dato positivo. Además, se ha observado un sólido repunte en los sectores de servicios internos, lo que favorece el desarrollo económico del país. Por otro lado, el aumento en el crédito ha superado las expectativas, mientras que la inflación se ha mantenido baja. Esto llevó a la entidad financiera central del país asiático a disminuir el coeficiente de reservas obligatorias en marzo. De cara al futuro, la economía de esta nación seguirá apoyada por la reapertura tras la pandemia y una política monetaria flexible.

En este contexto, los principales índices de renta variable en el mes de marzo han tenido un comportamiento mixto. En Europa, el Euro Stoxx 50 sube un 1,81%, el colectivo alemán 1,72%, el francés 0,75%, el italiano un -1,33% y el español un -1,73%. Por su parte, en Estados Unidos, destaca el S&P 500 con una revalorización del 3,51% y el Nasdaq con una subida del 9,46%.

En el año, la rentabilidad de NAO es del 6,7 % en comparación con el 14.2 % 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 16 % vs 19,7% del Euro Stoxx 50 Total Return.

LAS REDES SOCIALES, UN NUEVO RIESGO A VIGILAR POR LOS BANCOS CENTRALES

Durante el mes de marzo hemos vivido una fuerte volatilidad en los mercados. La volatilidad se ha centrado en el sector financiero. Las noticias que hemos visto han provocado un aumento de la prima de riesgo del sector a nivel mundial.

Como ya comentamos a mitad de mes, hay dos hechos que han sido clave. Por un lado, la mala evolución de los bancos regionales en Estados Unidos y por otro la caída de Credit Suisse que ha terminado siendo comprado por UBS.

Respecto a los bancos regionales en Estados Unidos los problemas se han debido a una gestión del balance muy pobre. El riesgo asumido por el balance de los bancos regionales ante movimientos de tipos ha sido excesivo, la fuerte caída en precio de los bonos americanos provocó dudas entre los inversores sobre su capacidad para asumir esas pérdidas. Una duda más que razonable que generó salidas de depósitos extremadamente rápidas. Las consecuencias ya son por todos conocidas.

Llama la atención la rapidez con la que han salido los depósitos. En 10 horas, las salidas de depósitos en SVB alcanzaron los 40.000M de dólares. Algo nunca visto.

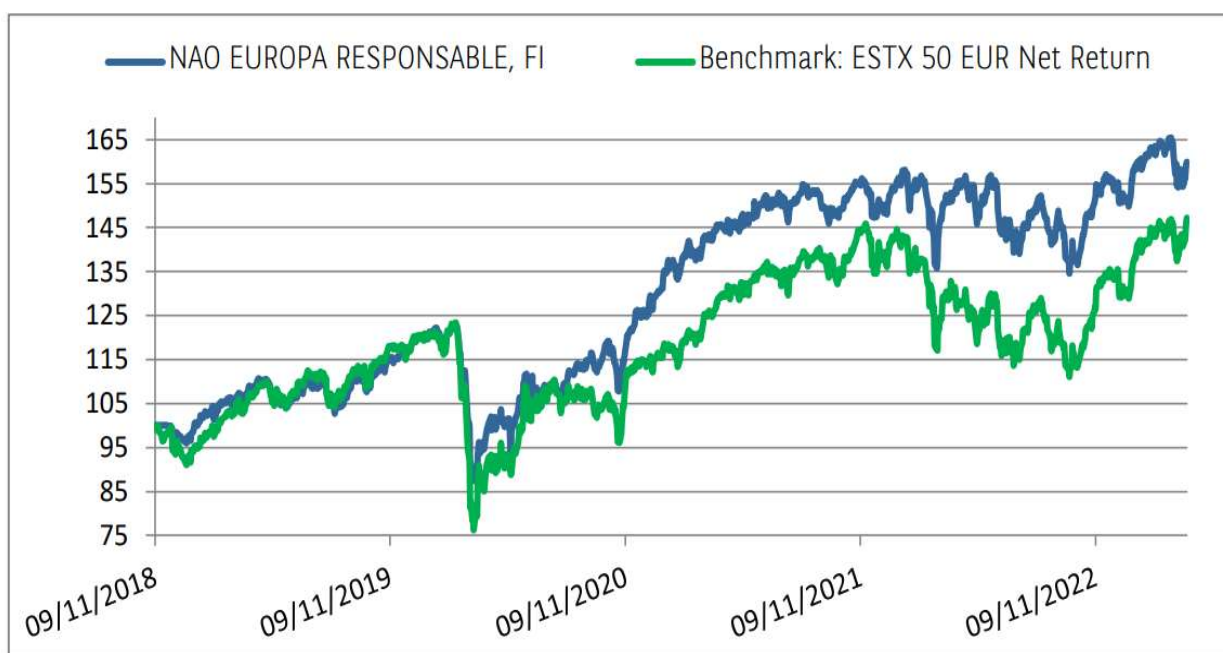
Este hecho es realmente llamativo. El gobernador del Banco de Inglaterra realizó unas declaraciones al respecto que merece la pena recordar. En un discurso realizado en la London School of Economics, Andrew Bailey reconocía cómo estaba cambiando el comportamiento de los inversores y clientes. El cambio lo centraba en la influencia de las redes sociales, la capacidad que tienen en provocar cambios de sentimientos muy rápidos y añadía que los reguladores debían prestar mucha atención. “Es sorprendente que suceda con tanta rapidez y, por supuesto, que se corra la voz” y añadía “...creo que tendremos que examinar constantemente la calibración de las medidas de liquidez ¿Cómo se ajustan a ese tipo de dinámica que está ocurriendo?”.

Este episodio, ha demostrado que las entidades bancarias son más frágiles que hace unos años. Gracias a internet, la capacidad de los inversores para sacar y traspasar el dinero de una entidad a otra cada vez es total, solamente tienen que dar a un botón y por culpa de las redes sociales la capacidad de generar miedo o incertidumbre se ha multiplicado.

El mercado va a pedir más capital y mayor solvencia a las entidades. Como decíamos en el comentario que realizamos a mitad de mes para explicar lo ocurrido, los bancos con baja rentabilidad y ratios de capital ajustados son los más vulnerables. Desde NAO tenemos claro que debemos evitar ese tipo de entidades por muy baratas que estén. En la cartera contamos con bancos que disfrutan de ROEs superiores a la media del sector y ratios de capital muy holgados.

No vemos ninguna similitud con la crisis del 2008. Entendemos que esta crisis producirá, como muchas otras veces en el pasado, una concentración en el sector. Los bancos pequeños con peores ratios y más vulnerables, van a sufrir una mayor prima de riesgo y los bancos grandes van a ganar cuota de mercado. **Llevamos todo el mes monitorizando si hay o no salidas de depósitos en la banca europea y por ahora, no es el caso.** No es comparable a lo ocurrido con los bancos regionales en Estados Unidos donde sí se está produciendo un rápido movimiento de depósitos desde los bancos pequeños a los grandes. La regulación en Europa es más exigente que en Estados Unidos, el riesgo debería estar más acotado.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE A BENCHMARK



Fuente: VL del fondo cálculos por la Sociedad; Datos Benchmark obtenidos de Bloomberg

La rentabilidad de **NAO acumulada desde el inicio** supera el **+59.93%**.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 91,1%.

Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **ASML, Novartis, Intesa Sanpaolo, Deutsche Telekom y Legrand.**

Las diez primeras posiciones representan un **45,3% de la cartera.**

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
ASML Holding NV	Países Bajos	5,7%
Novartis AG	Suiza	5,4%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	5,3%
Deutsche Telekom AG	Alemania	4,6%
Legrand SA	Francia	4,6%
Inditex SA	España	4,2%
ING Groep NV	Países Bajos	4,0%
Allianz SE	Alemania	3,9%
Yara International ASA	Noruega	3,8%
Bankinter SA	España	3,7%
TOTAL		45,3%

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.

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

A. Geográfica	% Patrim
Francia	17,3%
Países Bajos	11,9%
España	11,6%
Suiza	11,3%
Otros	39,0%

CREDIT SUISSE: LA CLAVE SIEMPRE ESTÁ EN LA G

SERGIO LUJÁN

Como no podría ser de otra manera, dedicaremos este comentario a hablar sobre el caso de Credit Suisse, una historia que, lejos de haber sido propiciada repentinamente por acontecimientos estrictamente financieros, se ha ido gestando realmente desde hace años como consecuencia de una mala gestión de los factores ESG. En las siguientes líneas repasaremos los últimos hechos problemáticos en los que se ha visto envuelta la entidad durante los últimos años por culpa de una mala gobernanza corporativa, y explicaremos cómo esto ha conducido a la caída de uno de los dos grandes bancos del país helvético, uno de los principales núcleos financieros del mundo.

Los bancos suizos siempre han constituido una referencia de blindaje del capital. Unas cuentas públicas muy saneadas¹, el perfil altamente exportador de sus empresas y el llamado “secreto bancario suizo”, garantizan una divisa fuerte y un reducido riesgo país (a priori), lo cual ofrece una cierta seguridad más o menos cuestionable al capital depositado en las entidades locales. En la actualidad, la cuota en este mercado estaba repartida entre dos entidades: UBS y Credit Suisse. Paradójicamente, este mes, tras el anuncio de la quiebra de Silicon Valley Bank, vio la luz la noticia de que el accionista mayoritario de Credit Suisse, uno de los principales bancos árabes, el Saudi National Commercial Bank, comunicó que no tenía intención de invertir más dinero en la compañía en el caso de que la delicada situación financiera del banco suizo demandase una inyección de capital propio adicional para sanear su situación patrimonial. Esta información comprometía drásticamente la solvencia de la entidad, y al ser difundida por los medios, desató una corriente de retirada de depósitos que dejaron al banco sin liquidez. En cuestión de unos días, Credit Suisse se desmoronaba y el accionariado acordaba su venta por 3 B CHF² a su principal competidor hasta la fecha, UBS. Pero ¿Cuál es la causa de la complicada situación previa de la entidad financiera que hacía necesarias aportaciones de capital adicionales por parte del socio mayoritario? Lejos de deberse a una cuestión de morosidad en sus activos o a vicisitudes derivadas de una mala capitalización de la compañía, los problemas de Credit Suisse proceden de malas decisiones de negocio adoptadas en el pasado por culpa de una precaria evaluación de las estrategias adoptadas por parte de la estructura de gobierno corporativo. Los casos que principalmente han dañado al banco son los siguientes:

Greensill Capital

Greensill Capital fue una entidad de factoring dedicada al anticipo de las partidas de efectivo vinculadas a los derechos de cobro de un determinado proveedor sobre sus clientes. La entidad abonaba a su cliente (el proveedor o acreedor comercial) el importe que tenía pendiente de cobro con sus clientes a cambio de cobrarle unos intereses y comisiones. De esta manera, el proveedor obtenía liquidez de su activo realizable sin tener que esperar y Greensill recibiría el pago del cliente o deudor comercial en la fecha de vencimiento. ¿Qué había de malo en esto? Pues bien, si el servicio de factoring se contrata “con recurso”, la entidad que descuenta la suma de dinero (Greensill) está cubierta dado que el riesgo implícito en la deuda comercial (las partidas pendientes de pago entre proveedor y cliente por la

¹ La deuda del estado suizo ronda los niveles del 40% sobre el PIB, mientras que la española, por ejemplo, alcanza los niveles del 115%.

² Tres mil millones de francos suizos.

entrega de bienes o prestación de un servicio) no le es plenamente transferido. Esto quiere decir que, en caso de impago del cliente o deudor comercial en la fecha de vencimiento por los bienes o servicios recibidos, la entidad de factoring tiene derecho a retirar al proveedor el efectivo anticipado cobrando de nuevo una comisión por las molestias y saliendo de la operación devolviéndole el riesgo. Digamos que puede anular su entrada en la operación. No obstante, si el contrato de factoring se firma “sin recurso”, no existe posibilidad de retirada del importe anticipado al proveedor en caso de impago de su cliente y por lo tanto el riesgo queda totalmente transferido a la entidad de factoring. Aun en esta tesitura en que la entidad de factoring no pudiera evitar quedarse con el riesgo, podría recuperar parcial o totalmente su dinero rápidamente en caso de impago siempre y cuando la deuda comercial estuviese instrumentada en un título mercantil con poder ejecutivo, como es, por ejemplo, una letra de cambio. Esta validez ejecutiva permite al tenedor del título iniciar acciones judiciales ágiles para recuperar el adeudo. En cambio, de estar sustentado el pago a plazo de la operación comercial en un título sin poder ejecutivo o, directamente, en un mero documento (como es una factura), el escenario se vuelve más negativo para la entidad en caso de impago puesto que tendrá que recurrir al proceso judicial ordinario. Como ya es posible adivinar, este último era el caso de Greensill: factoring sin recurso sobre débitos apoyados exclusivamente en facturas.

¿Dónde entra Credit Suisse en esta historia? La entidad comercializó fondos de inversión dedicados a invertir o a participar en la financiación que anticipaba Greensill a algunos proveedores de bienes y servicios a cambio de quedarse con sus facturas. Las facturas son documentos que registran la información de una transacción comercial, pero nada más que eso. Ello implica que se pueden falsear, y llegó el día en que Greensill comenzó a recibir impagos del papel que había comprado prestando servicio de factoring, enterándose después, incluso, de que muchas de esas facturas hacían referencia a transacciones ficticias. Las pérdidas derivadas del fraude se extendieron rápidamente a los fondos de inversión que había comercializado Credit Suisse, lo cual supuso un desastre patrimonial para los partícipes, los cuales demandaron al banco por su falta de diligencia sustrayéndole finalmente un gran monto en indemnizaciones. Conociendo la falta de garantías que existe en este tipo de operaciones, si los equipos de Credit Suisse hubieran evaluado prudentemente la solvencia y la credibilidad de los clientes para los que se emitían las facturas que compraba Greensill, no habría tardado mucho tiempo en hallar irregularidades ni habría subestimado el riesgo asumido.

Archegos Capital Management

Archegos Capital Management fue un gran family office gestionado por el exanalista de acciones surcoreano, Bill Hwang, quien tras trabajar unos años en el mundo de la inversión libre decidió emprender su propio proyecto. Para llegar a montar Archegos, Hwang tomó primero las riendas de la gestión de su propio hedge fund³, llamado Tiger Asia. Esto acabó con la liquidación de los activos y el pago de una importante suma en concepto de multas y sanciones al regulador estadounidense por la imputación de múltiples cargos delictivos de abuso de mercado.

³ Los hedge funds constituyen una tipología concreta de fondos de inversión libre y se suelen caracterizar por aplicar estrategias de inversión alternativas, es decir, estrategias que buscan obtener retorno descorrelacionándose de los índices representativos de mercado. Pueden ser más o menos agresivos.

Fue así como, pasado un tiempo, Hwang comenzó con el proyecto de Archegos, donde la actividad se limitaría a gestionar su propio patrimonio bajo una política de inversión laxa que le permitiría exponerse al mercado con todo tipo de estrategias y con plena libertad para asumir riesgos. Para ser más exactos, la estrategia necesitaba carecer de ataduras para invertir con apalancamiento mediante posiciones en CFDs y en Total Return Swaps. A través de estos instrumentos, Archegos generaría rentabilidad sobre un capital mucho más grande del que realmente aportaría de su bolsillo. En la práctica, esto es posible gracias a que el banco intermediario puede prestar al inversor el capital complementario (margen) al aportado por este (garantía) para realizar un determinado desembolso a cambio del cobro de unos intereses. De esta manera, el inversor constituye una posición mucho más grande de lo que podría por sí mismo y puede exponerse a fluctuaciones sobre su capital realmente comprometido mucho más acentuadas siempre y cuando pueda cumplir con los requerimientos de garantías del bróker o entidad de intermediación. Llegados a este punto, ya podemos imaginarnos lo que ocurrió. La cartera de Hwang acabó asumiendo enormes pérdidas que fueron obligatoriamente materializadas en el momento en el que el family office ya no fue capaz de mantener el nivel de garantías exigido por los bancos intermediarios, entre ellos Credit Suisse. En esta situación, Archegos comenzó a recibir “margin calls” que no pudo atender y vio como sus posiciones eran forzosamente liquidadas con un volumen de pérdidas tan alto que incluso impidió a los bancos prestamistas recuperar la totalidad de la deuda (margen) financiada. Así es como Credit Suisse, junto con otros bancos que trabajaban con el gestor surcoreano ayudándole a dar forma a su arriesgada operativa, salió muy perjudicada del colapso financiero de Hwang.

Como podemos observar, el problema vino causado de nuevo por una vaga consideración de los riesgos a los que se enfrentaba el banco participando de la estrategia de inversión tan agresiva de Archegos. La entidad suiza debería haber comprendido la gravedad de los antecedentes de Bill Hwang en los mercados y haberse protegido en consecuencia, por ejemplo, exigiéndole unas elevadas garantías, limitándole el múltiplo de apalancamiento o, directamente, denegando ese tipo de servicio al inversor asiático.

No se puede dar la espalda a la gobernanza. La G es la letra que vertebró ESG. Las compañías han de gozar de una estructura de gobierno y de unos mecanismos de toma de decisiones que garanticen la adecuada representación de intereses, la transparencia y la correcta cuantificación del riesgo vinculado a las estrategias adoptadas. El caso de Credit Suisse es un buen ejemplo de que la codicia y la falta de supervisión pueden hacer caer hasta a los más grandes.

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,

Departamento de Inversiones