



COMENTARIO ABRIL 2023

Estimados inversores,

El panorama económico mundial en abril mostró una capacidad de resistencia ante los niveles más altos en las tasas de interés, con un crecimiento sostenido en las principales economías, como EE. UU., la Eurozona, Reino Unido y China.

Pese al recorte de producción de petróleo por parte de la OPEP, los precios de la energía tuvieron un descenso, lo que contribuyó a una reducción en la inflación en las economías desarrolladas. En este contexto, la Eurozona y el Reino Unido experimentaron una divergencia entre los sectores manufacturero y de servicios, con el sector servicios impulsando el crecimiento del PIB en ambas regiones.

El crecimiento económico en la Eurozona se mantuvo en un 0,1% en el primer trimestre, mientras que la inflación general disminuyó. No obstante, la inflación subyacente experimentó un ligero aumento. El Banco Central Europeo (BCE) reaccionó ante esta situación aumentando las tasas de interés en 25 puntos básicos en mayo.

Mientras tanto, en EE. UU., se registró un impulso económico en abril, con los PMI superando las expectativas tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. Aunque la inflación general se redujo, la inflación subyacente mostró un aumento marginal. En respuesta, la Reserva Federal (FED) también aumentó las tasas de interés en 25 puntos básicos y se espera que haga una pausa antes de reducirlas hacia fines de 2023.

El Reino Unido siguió un patrón similar al de la Eurozona, con la inflación general disminuyendo y la inflación subyacente manteniéndose estable.

Finalmente, en los mercados emergentes, China mostró un sólido crecimiento del PIB en el primer trimestre, con un aumento del 4,5% interanual. Sin embargo, las tensiones geopolíticas y las nuevas regulaciones de inversión en EE. UU. afectaron a las acciones chinas.

Como conclusión, el crecimiento económico global en el mes de abril aguantó frente a las tasas de interés más elevadas, con un buen desempeño en las principales economías y un apoyo constante a los activos de riesgo. La situación económica estuvo marcada por la divergencia entre los sectores manufacturero y de servicios, y en respuesta, los bancos centrales están suavizando la política monetaria.

En el escenario internacional, la cooperación entre las economías y la adaptabilidad a las cambiantes condiciones económicas serán fundamentales para mantener el crecimiento global. Las tensiones geopolíticas y las preocupaciones regulatorias en los mercados emergentes, como China, podrían tener un impacto en el desempeño económico de estas regiones y, en última instancia, afectar el panorama económico mundial.

En este contexto, los principales índices de renta variable en el mes de abril han tenido un comportamiento ligeramente positivo. En Europa, el Euro Stoxx 50 sube un 1,03%, el colectivo alemán 1,88%, el francés 2,31%, el italiano un -0,13% y el español un 0,09%. Por su parte, en Estados Unidos, destaca el S&P 500 con una revalorización del 1,46% y el Nasdaq con una subida del 0,49%.

En el mes, la rentabilidad de NAO es del 2,02% en comparación con el 1,64% 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 en el año se sitúa en 13,54 % vs 16,23% del índice de referencia.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS EN EL MES

Ha sido un mes donde hemos tenido muchos resultados de empresas que tenemos en cartera, vamos a repasar por encima como han ido.

ASML tuvo un sólido primer trimestre de 2023, los ingresos crecieron un 13% interanual y superaron las expectativas. A pesar de que los pedidos estuvieron por debajo de lo previsto, se espera que la demanda de semiconductores siga aumentando a largo plazo. SIKA experimentó ingresos ligeramente más débiles en el primer trimestre, pero la mejora en el margen bruto y la recuperación de la actividad de construcción en China respaldan el crecimiento en ventas y expansión del margen en 2023.

Enagás reportó resultados en línea con las estimaciones, reiterando su guía para 2023, seguimos viéndola como una apuesta segura a largo plazo, con un muy buen dividendo y sin sorpresas por el camino. Unilever superó las expectativas con un crecimiento de ventas del 10.5% y un sólido desempeño en sus unidades de Belleza y Cuidado Personal.

Microsoft, una de nuestras últimas apuestas, presentó unos resultados formidables, también superó las proyecciones, impulsado por la demanda de servicios en la nube y un panorama positivo en inteligencia artificial. Las ventas se situaron en 52,9 mil millones de dólares (+10%) y aumentaron las guías para el año fiscal, esto demuestra la posición de liderazgo que tiene la compañía americana en el sector tecnológico y la capacidad de resistencia de su negocio en un entorno desafiante.

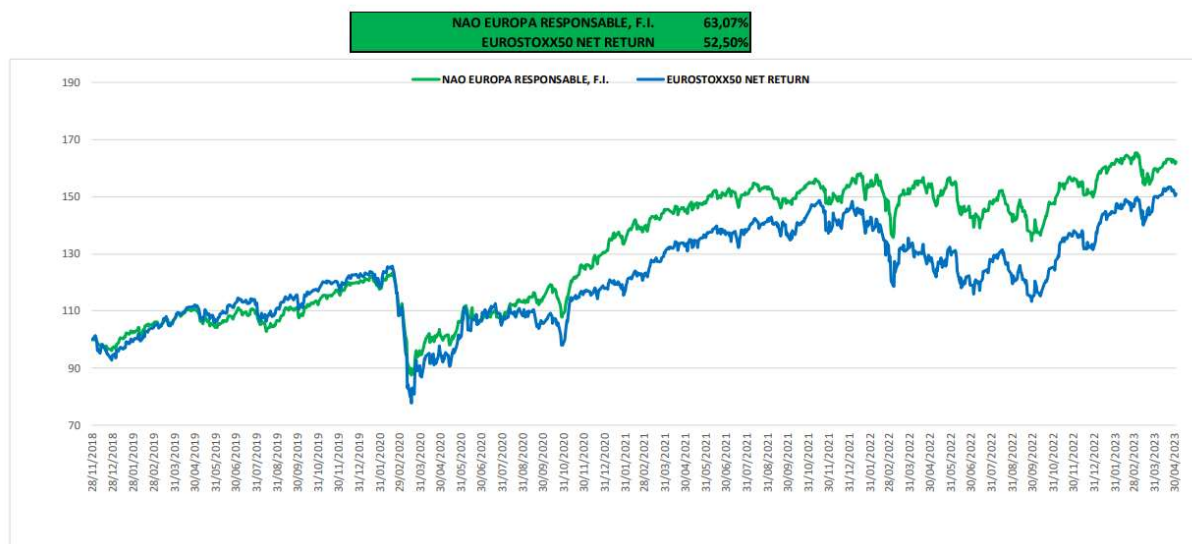
El lujo siguió mostrando su buen momento, el sector mostró un desempeño muy positivo en el primer trimestre del año con crecimiento en todas las líneas de la cuenta de resultados, gracias al fuerte consumo que ha habido en China. Yara tuvo resultados por debajo de lo esperado en el primer trimestre, pero se espera que los agricultores sigan invirtiendo en fertilizantes, beneficiándola como actor clave en el mercado.

UPM y Stora Enso presentaron resultados un tanto flojos, con presiones inflacionistas y de costes, afectando los márgenes en un entorno desafiante que se espera persista durante 2023. Ambas compañías reportaron un EBITDA comparable y un EBIT significativamente inferiores al consenso debido a la desaceleración en ventas y mayores costes variables.

El sector bancario experimentó un extraordinario desempeño durante el último trimestre, impulsado principalmente por los sólidos ingresos netos por intereses. Se prevé que esta tendencia positiva se mantendrá a lo largo del resto del año. Intesa Sanpaolo, superó las expectativas de los analistas y elevó sus proyecciones para el año fiscal en curso. De manera similar, Bankinter también ajustó al alza sus previsiones para el presente ejercicio económico.

En general, la mayoría de las empresas que componen nuestra cartera han reportado resultados sólidos en el primer trimestre de 2023, superando las expectativas y mostrando un crecimiento en ventas. Aunque algunas enfrentan desafíos debido a la desaceleración económica y presiones inflacionarias, la perspectiva a largo plazo se mantiene positiva, y muchas han confirmado o aumentado su orientación para el año fiscal.

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 Responsable FI, Clase D	-0,12%	2,29%	0,86%	10,54%	6,38%	8,80%	63,07%	11,71%	57,45%	16,35%
Benchmark	-0,66%	2,34%	5,23%	22,05%	18,66%	16,03%	52,50%	10,03%	55,90%	15,97%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Responsable FI, Clase D	13,54%	15,78%	15,06%
Benchmark	16,23%	21,70%	20,31%

R/o	Desde inicio	3Y
NAO Europa R	0,74%	1,09%
Benchmark	0,46%	0,79%

La rentabilidad de **NAO** acumulada desde el inicio supera el **+63,07%**.
La rentabilidad del **benchmark** acumulada desde el inicio supera el **+52,50%**.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA RESPONSABLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del **89,3%**, inferior a la del mes anterior alrededor del **93%**. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **Novartis, ASML, Intesa Sanpaolo, Legrand, Deutsche Telekom** y **Allianz**. Las diez primeras posiciones representan un **42,8%** de la cartera.

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Novartis AG	Suiza	5,8%
ASML Holding NV	Países Bajos	5,1%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	4,8%
Legrand SA	Francia	4,6%
Deutsche Telekom AG	Alemania	4,4%
Allianz SE	Alemania	4,1%
Corticeira Amorim SGPS SA	Portugal	3,7%
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitt	Francia	3,6%
Yara International ASA	Noruega	3,4%
Sika AG	Suiza	3,3%
TOTAL		42,8%

Seguimos apostando por los sectores y empresas que se beneficien de la inflación (sector financiero, pese a que hemos reducido la exposición a ellos para tener una mejor diversificación en la cartera) 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	19,0%
Suiza	13,1%
Alemania	11,0%
Países Bajos	10,4%
Otros	35,8%

LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA: REGULACIÓN VS INNOVACIÓN

SERGIO LUJÁN

El mes de abril siempre es un mes en el que las compañías cotizadas presentan sus resultados contables del primer trimestre del nuevo ejercicio económico. En ellos, además, los directivos de las compañías suelen aprovechar para hacer algún comentario respecto a cómo ven la situación actual del sector y mencionan cuáles son sus perspectivas para el próximo cuarto de año. En NAO ponemos mucha atención en este tipo de comentarios por parte de la gerencia, ya vengan de empresas en las que estamos invertidos como de sus competidores, puesto que ellos son los que conocen bien su sector y los que mejor pueden valorar los riesgos a los que este se enfrenta. Uno de los mensajes que más nos llamaron la atención este trimestre fue el que dio el CEO de AstraZeneca, la farmacéutica inglesa, en la conferencia de resultados. Los comentarios del directivo atendían a cómo pueden afectar las próximas reformas legislativas a la innovación en el sector, y en particular citaba el caso de Europa, donde ellos esperan un marco normativo más agresivo a futuro. Dedicaremos las siguientes líneas a reflexionar respecto al delicado equilibrio que existe entre regulación e innovación.

El sector pharma¹ posee una compleja cadena de valor, y el modelo de negocio es distinto en función de hacia dónde está enfocada la actividad de las compañías. Algunas están más dedicadas a producción y distribución de genéricos (compuestos que no están sujetos a derechos de propiedad industrial y que surgen cuando la marca que fabrica el fármaco original pierde su derecho de fabricación exclusiva), mientras que otras están más enfocadas en el desarrollo y la venta inicial de medicamentos y terapias que buscan satisfacer necesidades medicinales no cubiertas. Es en este segundo tipo de firma en el que

¹ Cuando hablamos de pharma englobamos también biotecnología.

se centra el debate. Este perfil de farmacéutica se dedica a investigar el funcionamiento y el impacto en el cuerpo humano de determinadas enfermedades de difícil o ineficiente tratamiento, con el fin de ingeniar una fórmula que lo mejore (en términos de coste, comodidad para el paciente o de eficacia) o que dé una respuesta en los casos en los que no exista todavía ninguna alternativa terapéutica. Para ello, es necesario que una compañía con un know-how a la vanguardia del conocimiento de una determinada enfermedad lleve a cabo voluminosas y recurrentes inversiones en I+D² y se gaste mucho dinero para mantener un equipo con los mejores especialistas en dicha afección durante años. Más o menos, 1 de cada 20 ensayos clínicos sometidos a fase 1 acaban teniendo éxito. ¿Dónde está entonces el incentivo en esta carrera por dar remedio a las llamadas “enfermedades raras” y a aquellas hasta ahora consideradas incurables? Está en las patentes³. Los derechos de propiedad industrial son obtenidos una vez que la autoridad supervisora competente (la FDA⁴ en Estados Unidos y la EMA⁵ en Europa) aprueba la distribución del fármaco tras estudiar los resultados de sus ensayos clínicos superados satisfactoriamente. La patente obtenida “blinda” a la compañía desarrolladora durante un periodo de tiempo definido por el regulador ante los inminentes intentos de competencia y de réplica que pudieran venir por parte de otros players del sector. En otras palabras, se le concede a la entidad que ha acomete la inversión el monopolio temporal para vender la nueva medicina. De esta manera, la farmacéutica tiene poder de precios y puede explotar el compuesto o la molécula con unos márgenes altos por unos años, el tiempo que el supervisor considere suficiente como para que el desarrollador recupere la inversión, obtenga una remuneración acorde al riesgo asumido y quede incentivado a seguir investigando. Pasado este periodo, podrán surgir medicamentos similares o sustitutivos “sin marca” que le irán robando poco a poco cuota de mercado y le obligarán a ir bajando precios.

Volviendo a la conferencia de la que hablábamos en la introducción, lo que comentaba Pascal Soriot, el actual CEO de AstraZeneca PLC hacía referencia justo a lo que acabamos de explicar. El ejecutivo señalaba el descontento de la compañía respecto a la dureza de la legislación europea en relación con la fijación de los precios de los medicamentos nuevos, y transmitía la opinión de que el marco regulatorio europeo se está convirtiendo en uno de los menos propicios para invertir en las soluciones que permitirán resolver los problemas para los que la medicina y la sociedad demandan todavía respuesta hoy. En palabras de Soriot, Europa ha estado típicamente por debajo de Estados Unidos en lo que respecta a la protección del innovador, pero el discurso cada vez más agresivo de Bruselas, supuestamente, en favor del consumidor, nos está haciendo además quedarnos atrás respecto de Japón y de China. Este discurso de la CE⁶ se dispone a materializarse en un nuevo marco normativo que le otorgará al supervisor un mayor control respecto al mercado farmacéutico y biotecnológico. Este control suele pasar por limitar de alguna manera los precios de los nuevos tratamientos, y una de ellas suele ser la flexibilización o reducción de la vida de las patentes. Eliminar este blindaje hace que llegue antes la competencia y que baje el precio del medicamento, lo cual incrementa el acceso del consumidor al mismo a costa de dañar el retorno que le obtiene la compañía que lo desarrolló. En NAO

² Investigación y Desarrollo.

³ Derechos de propiedad industrial

⁴ Food & Drug Administration

⁵ European Medicines Agency

⁶ Comisión Europea.

pensamos que la línea entre regular y sobrerregular es fina, y que es muy importante preservar el equilibrio accesibilidad-rentabilidad de los nuevos fármacos. La cura tiene que ser económicamente asequible para el paciente, pero ha de existir un rendimiento lo suficientemente atractivo como para incentivar su creación por parte de los que pueden hacerlo.

La pharma es un sector en el que solemos mantener buena parte de los activos de la cartera porque, si seleccionamos compañías consolidadas y bien diversificadas en varias líneas de negocio, podemos dar con una muy buena combinación de resistencia, crecimiento y calidad. Trabajar a la vanguardia del progreso nunca ha sido barato, y las inversiones arriesgadas solamente se acometen cuando la recompensa esperable por asumir la incertidumbre es razonable. Ningún regulador debería olvidar tal cosa. Por terminar esta reflexión con un par de cifras, diremos que Roche y Novartis se gastan en promedio 13 mil millones de euros al año en I+D⁷ cada una, lo cual supone aproximadamente el 25% de lo que facturan, cuando dos de las empresas tecnológicas más punteras del mundo, Apple y Microsoft, dedican un 14% y un 7% respectivamente. Estos números resultan especialmente impactantes si recordamos que la probabilidad de que un medicamento como los que comentamos tenga éxito apenas supera el 5%.

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*

⁷ Estamos hablando solo de desembolsos no capitalizados e imputados directamente a la cuenta de resultados.