



COMENTARIO MARZO 2024

EVOLUCIÓN DEL MES

PILAR LLORET

Estimado inversor,

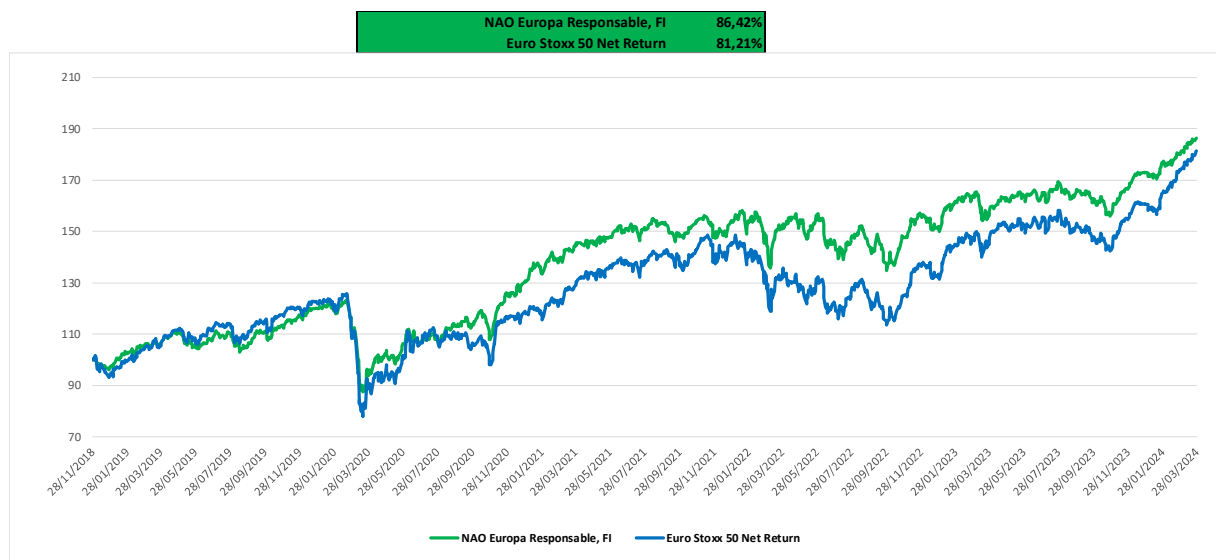
Los mercados bursátiles han seguido sin rendirse durante el mes de marzo, a pesar de que las posibles bajadas de tipos se alejan en el tiempo. Los principales índices europeos han vuelto a experimentar una revalorización en torno al 4-5% a excepción del IBEX, que ha subido más de un 10% este último mes apoyado en Inditex (+12%) gracias a los espectaculares resultados que continúa presentando el retailer de moda español por excelencia. Los índices estadounidenses, sin embargo, han mostrado un comportamiento más tímido aunque también al alza.

El entorno no ha cambiado, seguimos viendo gran disparidad en cuanto a evolución económica a ambos lados del Atlántico, con USA exhibiendo aún un fuerte crecimiento económico y unos indicadores empresariales que adelantan que tanto la industria como los servicios vuelven a expansión, mientras que, en Europa, a pesar de la mejora de los índices de confianza, seguimos estancados por el mal comportamiento de la industria alemana. Mientras tanto, los bancos centrales han seguido con sus habituales mensajes y comunicaciones al mercado tratando de no sorprender en exceso; lo más reseñable fue el abandono del Banco de Japón de su política monetaria ultra laxa, subiendo los tipos mientras que el Banco Central de Suiza (SNB) reaccionaba al contrario en su última reunión, bajando los tipos hasta el 1,5%, lo cual puede impactar muy positivamente en las multinacionales del país. Finalmente, la FED trataba, con mensajes más o menos suaves, mantener entre los inversores la idea de que los tipos bajaran durante 2024 a la vez que se aleja la posibilidad de que éstas empiecen en junio, pues quieren asegurarse el control de la inflación.

Como siempre, los inversores buscamos explicación a todo y la respuesta que nos dan los intermediarios financieros sobre este buen comportamiento es la presión compradora, o sea, que la gente empieza a desesperarse por no ver bajadas y a poco que los índices caen, se suben al carro.

Hasta aquí, esta ha sido la foto del mes pasado; sin embargo, los primeros días de abril nos dejan un panorama algo distinto que también queremos destacar: Comienza el mes con caídas en Europa y titubeos en USA, a la vez que los bonos han subido en TIR. ¿Será este el mes en el que veamos caídas?

Con este panorama, NAO Europa Responsable ha cerrado el mes con una rentabilidad del 3,2% frente al 4,3% del índice de referencia. Ello sitúa ya la rentabilidad de 2024 en 7,7% frente al 12,8% del índice. Seguimos manteniendo, no obstante, un diferencial de volatilidad importante, con NAO en torno al 7,4% en lo que va de año frente al 10% del benchmark (volatilidades inusualmente bajas en los mercados, no obstante).



| Rentabilidad | 1 Semana | 1 Mes | 3 Meses | 6 Meses | 1Y | YTD | Desde inicio | TWR (Inicio) | 3Y | TWR (3Y) |
|------------------------------------|----------|--------|---------|---------|--------|--------|--------------|--------------|---------|----------|
| NAO Europa Responsable FI, Clase D | 0,21% | 3,20% | 7,69% | 15,08% | 19,47% | 7,64% | 86,42% | 12,38% | 28,09% | 8,61% |
| Benchmark | 0,68% | 4,33% | 12,63% | 22,84% | 25,03% | 12,80% | 81,21% | 11,79% | 38,85% | 11,57% |
| Diferencia | -0,46% | -1,12% | -4,94% | -7,75% | -5,57% | -5,16% | 5,21% | 0,60% | -10,76% | -2,96% |

| Volatilidad histórica (anualizada) | YTD | Desde inicio | 3Y |
|------------------------------------|-------|--------------|--------|
| NAO Europa Responsable FI, Clase D | 7,41% | 14,85% | 13,21% |
| Benchmark | 9,99% | 20,45% | 17,89% |

| | R/σ | Desde inicio | 3Y |
|--------------|-----|--------------|-------|
| NAO Europa R | | 0,83% | 0,65% |
| Benchmark | | 0,58% | 0,65% |

Dentro de la cartera, los valores que más han subido han sido los bancos (ING e Intesa) apoyados por unas expectativas de tipos altos durante algo más de tiempo, Inditex y Henkel (gracias al buen desempeño tras resultados), así como las compañías de seguros (Axa y Allianz). En el otro extremo, nos ha penalizado Kering tras confirmar que las ventas no mejorarán hasta que la nueva colección de Gucci no esté lanzada (a mediados de año), las compañías farmacéuticas (Roche y Novartis) así como Sopra (consolidando niveles tras el fuerte repunte del mes anterior) e Infineon. Ha sido un mes en el que el sector bancario y los valores cíclicos se han comportado relativamente bien mientras que los valores defensivos se han seguido quedando por detrás de los índices.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA

A cierre de marzo, el fondo NAO **estaba invertido en un 91% estando el 9% del patrimonio aún en liquidez**. Las principales posiciones eran ASML (5.6% del patrimonio) que deja a Allianz en la segunda posición (4.9%) tras el rally experimentado por la primera durante este año. Intesa escala a la tercera posición debido a la fuerte subida que ha tenido este mes mientras que Novartis baja a la cuarta posición por su peor desempeño frente al resto de la cartera.

El número de compañías en cartera se ha incrementado a 34 valores tras invertir en L’Oreal, compañía con mucha calidad que, tras los últimos resultados trimestrales ha tenido un comportamiento pobre. El sector de cosmética y cuidado personal, sobre todo, en los segmentos de más alto poder adquisitivo, muestra una tendencia de crecimiento en ventas superior a lo que podemos esperar en otras muchas industrias y además, con un alto poder de fijación de precios gracias a su diferenciación. L’Oreal es líder

indiscutible en este sector a nivel global, con una gran diversidad de marcas (tanto en segmentos altos como más asequibles) y con un alcance internacional que permite satisfacer las cada vez más variadas necesidades de belleza a nivel mundial. El posicionamiento de L'oreal a nivel de reputación y marcas no son casualidad sino el fruto de una innovación continua en su porfolio, así como de una fuerte inversión en investigación avanzada, asegurando que cada producto no solo responda a las expectativas de calidad y eficacia, sino que también adelante tendencias de mercado. En estos últimos años, L'Oreal también ha crecido fuertemente gracias a su modelo de negocio multicanal, que le permite penetrar en todos los mercados. desde supermercados hasta boutiques de lujo, adaptándose eficazmente a los cambios del entorno digital con herramientas como la realidad aumentada para pruebas de productos. Un gran punto fuerte también de la compañía es **su compromiso con la sostenibilidad** que se refleja en iniciativas para reducir el impacto ambiental en cada etapa de producción y distribución.

Esta estrategia integral asegura que L'Oreal no solo mantenga su posición de liderazgo, sino que también genere **valor sostenible para sus accionistas e inversores a largo plazo**.

10 Principales posiciones

| Instrumento financiero | A. Geográfica | % Patrim |
|---------------------------|---------------|--------------|
| ASML Holding NV | Países Bajos | 5,6% |
| Allianz SE | Alemania | 4,9% |
| Intesa Sanpaolo SpA | Italia | 4,8% |
| Novartis AG | Suiza | 4,5% |
| Inditex SA | España | 4,2% |
| Sopra Group SA | Francia | 3,7% |
| Schneider Electric SA | Francia | 3,7% |
| AXA SA | Francia | 3,6% |
| Sika AG | Suiza | 3,4% |
| Corticeira Amorim SGPS SA | Portugal | 3,1% |
| TOTAL | | 41,4% |

Distribución por sectores

| Sector | % Patrim |
|-------------------------|----------|
| Tecnología Información | 16,2% |
| Finanzas | 15,7% |
| Química | 15,1% |
| Prod. Consumo No Básico | 14,8% |
| Industrial | 14,3% |
| Prod. Primera Necesidad | 7,6% |
| Salud | 7,0% |

Distribución por A. Geográfica

| A. Geográfica | % Patrim |
|---------------|----------|
| Francia | 24,4% |
| Suiza | 14,5% |
| Alemania | 10,3% |
| Países Bajos | 9,9% |
| Otros | 31,7% |

Distribución por divisa

| Divisa | RV | RF | LQ | IA | TOTAL |
|--------|-------|------|------|------|--------------|
| EUR | 66,7% | 0,0% | 9,2% | 0,0% | 75,9% |
| CHF | 14,5% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 14,5% |
| USD | 5,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 5,0% |
| NOK | 2,4% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,4% |
| SEK | 2,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,2% |

EL AUGE DE LOS LLM Y SU POTENCIAL

EUGENI SEGARRA

Tal como ya os comentamos el mes pasado, la IA está dominando muchas de las conversaciones de hoy en día, desde si la utilizamos hasta las consecuencias de una mala utilización de esta, pasando por las posibilidades que puede tener en la productividad económica. Nos comprometimos a daros una serie de pinceladas de qué es lo que vemos y cómo se une al mundo de las inversiones y a la economía, así que esperamos que esta segunda entrega os parezca interesante. No obstante, os vamos a pedir un poco de paciencia al principio de su lectura ya que empezaremos explicando cómo funcionan los modelos de lenguaje para poder posteriormente aterrizar a las aplicaciones prácticas de la IA.

Los **Modelos de Lenguaje de Gran Tamaño** (LLM por sus siglas en inglés) son un avance revolucionario en el campo de la inteligencia artificial, específicamente en el procesamiento del lenguaje natural (NLP). Estos modelos, como **GPT-4** de **OpenAI**, **Gemini** de **Google** y **Claude 3** de **Anthropic**, se entrenan en cantidades masivas de texto - a menudo todo Internet - para aprender los patrones y estructuras del lenguaje humano. Con cientos de miles de millones de parámetros, **estos modelos pueden generar texto coherente**, responder preguntas, resumir documentos e incluso escribir código, todo con una calidad que a menudo es indistinguible del output humano.

En el corazón de los LLM se encuentra la **arquitectura "Transformer"**, introducida en el innovador artículo de 2017 "**Attention Is All You Need**". Los Transformers procesan el lenguaje de una manera fundamentalmente diferente a los modelos anteriores. En lugar de leer las palabras de forma secuencial, los Transformers **consideran todas las palabras en una oración o párrafo simultáneamente**, permitiendo al modelo captar mejor el contexto y las relaciones a largo plazo, mejorando muchísimo las técnicas anteriores.

El concepto de "atención" en los Transformers se basa en asignar un nivel de importancia a cada palabra dentro de una oración para entender su significado completo. Cada palabra se transforma en dos tipos de vectores: uno llamado "**vector de consulta**" y otro "**vector clave**", que representan el significado de la palabra y su contexto. Al comparar estos vectores entre cada par de palabras en la oración, el modelo calcula lo que se llama un "**puntaje de atención**", que es esencialmente una medida de cuánto contribuye una palabra al sentido de otra. Este puntaje ayuda a determinar la relevancia de las palabras entre sí.

Con estos puntajes, el modelo ajusta la importancia de cada palabra al construir la representación global de la oración. Este proceso, conocido como "**autoatención**", **permite al Transformer entender relaciones complejas y referencias entre palabras**, incluso si están separadas por largas distancias en el texto. Así, el modelo puede discernir, por ejemplo, a quién se refieren los pronombres en una oración, como comprender que "ellos" son los "estudiantes" en un contexto dado. Esta habilidad para conectar elementos distantes dentro de un texto otorga a los Transformers una comprensión más profunda del lenguaje, más allá de solo calcular la probabilidad de aparición de las palabras.

Por ejemplo, en la oración "Ana le pidió a Pedro que le pasara la sal, y él lo hizo de inmediato", el modelo utiliza el puntaje de atención para identificar que "él" se refiere a "Pedro". Aunque "Pedro" y "él" están separados por varias palabras, el modelo logra asociarlos correctamente gracias a esta técnica de autoatención, capturando así la estructura y las relaciones dentro de la oración de una manera que los enfoques anteriores no podrían.

La capacidad de los LLM para comprender el contexto se ilustra a menudo con el "test de la aguja en un pajar". En esta prueba, se podría pedir al modelo que encuentre una frase específica, como "La aguja estaba escondida en un pajar", dentro de un documento largo y complejo y además fuera de contexto, viendo así si el modelo "presta atención". Mientras que los modelos anteriores lucharían con esta tarea, un LLM bien entrenado puede usar su comprensión del significado y el contexto para localizar rápidamente la frase relevante, incluso si está rodeada de información irrelevante o potencialmente confusa.

¿Y cuál es el impacto de todo esto en el mundo actual y futuro?

El impacto potencial de los LLM es inmenso y tiene el potencial de revolucionar industrias enteras. En investigación y descubrimiento científico, los LLM pueden ayudar a analizar vastas cantidades de literatura académica ayudando a interrelacionar mejor los textos, generando nuevas hipótesis. **Ya están acelerando el descubrimiento de fármacos**, sugiriendo nuevos compuestos para pruebas y ayudando a desentrañar los misterios del plegamiento de proteínas.

Los LLM **pueden automatizar muchas tareas** que antes requerían experiencia humana. Pueden analizar documentos legales, detectar riesgos financieros de los informes de las empresas y proporcionar servicio al cliente personalizado a gran escala. En el desarrollo de software, los LLM pueden actuar como "programadores pair", sugiriendo código y detectando errores, (como [GitHub Copilot](#)) haciendo que los desarrolladores sean mucho más productivos.

Donde se espera un gran impacto de los LLM será en las industrias creativas. Los LLM ya pueden generar guiones, artículos de noticias e incluso novelas completas de una calidad que a menudo es indistinguible de los escritos humanos. Pueden generar descripciones de productos atractivas para listados de comercio electrónico, escribir diálogos convincentes para personajes de videojuegos e incluso crear nuevos chistes y sketches de comedia. A medida que estos modelos se vuelvan más capaces, podrán transformar fundamentalmente las industrias de la publicidad, el entretenimiento y la creación de contenido. Además, hay muchas expectativas puestas también en los videojuegos y las películas, donde se espera que puedan ofrecer experiencias completamente diferentes y mucho más reales de lo que se ofrece hoy en día. A la vista esta con el nuevo modelo de OpenAI especializado en la generación de vídeo a partir de texto, llamado [Sora](#).



Tweet de Sam Altman, CEO de OpenAI

Sin embargo, **el impacto disruptivo de los LLM también presenta desafíos**. Muchos trabajos, desde el servicio al cliente hasta el periodismo y la programación, podrían automatizarse en gran medida, lo que provocaría desplazamientos significativos en el mercado laboral. El uso de LLM para generar información errónea o propaganda también es una preocupación, al igual que las cuestiones de sesgo y equidad que pueden surgir de los datos de entrenamiento. A medida que estos modelos se integren en más aplicaciones, necesitaremos desarrollar nuevas normas y salvaguardas para garantizar que se utilicen de forma responsable y en beneficio de todos. Por ello, Europa ha querido curarse en salud, publicando la primera ley de Inteligencia Artificial.

A pesar de estos desafíos, el auge de los LLM parece imparable. Impulsados por el rápido avance del hardware, como las GPU especializados de NVIDIA o los Tensor de Google, estos modelos se están volviendo más capaces rápidamente. Su capacidad para comprender y generar no solo lenguaje humano sino videos e imágenes, abre un nuevo reino de posibilidades, desde asistentes virtuales verdaderamente inteligentes hasta herramientas que pueden ayudar a resolver algunos de los mayores desafíos de la humanidad.

En muchos sentidos, los LLM representan la realización de una visión largamente sostenida de la IA: **máquinas que pueden entender y comunicarse como los humanos**. Al mismo tiempo, nos obligan a cuestionar nuestras suposiciones sobre lo que hace que los humanos sean especiales y cuál será nuestro papel en un mundo donde las máquinas pueden realizar muchas de las tareas que definieron nuestra inteligencia. A medida que entramos en la era de los LLM, hay algo que sí que está asegurado: el futuro será cualquier cosa, menos aburrido.

Os dejamos algunos enlaces de interés por si queréis profundizar:

- <https://ig.ft.com/generative-ai/>
- <https://www.youtube.com/watch?v=aL-EmKuB078&t=96s>
- https://www.youtube.com/watch?v=xi94v_jl26U&t=9s

CUANDO LA “G” VA POR DELANTE

PILAR LLORET

Estimados partícipes, el mes pasado os hablamos en este apartado sobre Grifols y los problemas que veíamos desde el punto de vista de gobierno corporativo. Este mes hemos querido enfatizar precisamente en este factor sobre el que muchas veces hemos hablado, pero explicando qué es y cómo analizarlo. Esperamos que os resuelva dudas y os resulte interesante.

La mayoría de los ejemplos de empresas que tenemos a nuestro alrededor son pequeñas compañías, y podríamos definir las incluso como microempresas. Nuestros amigos, nuestros familiares, nuestros padres, o nosotros, trabajamos en ellas; algunas no tienen más de 10 o 12 trabajadores, incluso muchos de nosotros somos autónomos o conocemos a gente que lo es. Tenemos delante miles de casos: Salimos a la calle y está llena de pequeños comercios en los que al frente se encuentran sus dueños. En estos ejemplos, la propiedad (o sea, el accionista) y la gestión (la dirección y el órgano de administración) están integrados en las mismas personas, de hecho, no existe un consejo de administración nombrado como tal porque no es necesario, sería incluso absurdo. Ocurre también lo mismo con compañías de mayor tamaño, consideradas, en cierto modo grandes, pero que siguen siendo unipersonales o familiares, con unos pocos miembros de la familia al frente. En muchos de estos casos puede incluso no existir tampoco un órgano rector explícito y la propiedad está totalmente identificada, sabemos perfectamente quién es el dueño. Conforme pasan las generaciones, en este tipo de empresas suele darse un problema que hay que resolver si se quiere tener continuidad; el número de miembros en las familias empresarias crece (hijos, nietos, sobrinos de los fundadores), todos son accionistas, algunos trabajarán en la empresa, pero para otros el camino profesional será distinto, lo cual no quiere decir que dejen de ser shareholders. En este caso, la propiedad y la gestión de la compañía comienzan a separarse, a disociarse, y es entonces cuando es preciso poner órganos y reglas por las que se rijan, cada uno con sus funciones y utilidades y con el fin común de que el socio (al fin y al cabo, dueño), se encuentre protegido y pueda ejercer sus derechos por lo que a su empresa respecta.

Finalmente, llegamos a las grandes empresas, multinacionales, compañías cotizadas, internacionales, etc... En ellas, la propiedad y el consejo de administración suelen estar totalmente disociados, de hecho, puede que algún miembro del consejo tenga una muy pequeña parte del accionariado pero que no es ni mucho menos la mayoría. ¿Ejemplos? Muchas de las cotizadas españolas del IBEX 35, Iberdrola, Telefónica, Santander o incluso CaixaBank (aunque el estado posea la mayoría de las acciones). También lo es en la mayoría del Euro Stoxx 50 (Allianz, Axa, Deutsche Post, Air Liquide...).

¿Qué ocurre en estas compañías?

La realidad es que muchos accionistas no pueden identificarse con la figura de dueño; ni siquiera cuentan con la fuerza necesaria para ser escuchados o poder ejercer algún tipo de control, al menos por separado. Los mecanismos existentes para ello a veces no parecen ser eficaces para ejercer sus derechos de representación y si algo no gusta lo único que pueden hacer es vender su participación. Es el caso, por ejemplo, de la antigua Bankia: en el momento en que la entidad fue intervenida, todos los accionistas fueron tratados por igual y de acuerdo con sus deberes, tuvieron que afrontar pérdidas de

casi la totalidad de su inversión. Sin embargo, la realidad de éstos respecto de otros stakeholders como empleados o depositantes, e incluso bonistas no era muy distinta. Ni siquiera el estado les protegió.

En muchos casos, el consejo de administración no vela por los intereses del accionista, sino por los suyos propios. Es posible que ni siquiera sus miembros tengan claro a quien sirven. El accionista minoritario es tratado entonces de forma despótica y sin ningún respeto olvidando por completo los gestores de la compañía que les deben explicaciones por su gestión.

Muchos analistas dicen contemplar en su proceso de análisis el estudio de los miembros que gestionan o administran una compañía, es decir, el consejo de administración y que asignan gran importancia al gobierno corporativo en su opinión. Esto es cierto en parte, pues nadie va a invertir en compañías dirigidas por delincuentes, está claro. Pero un mal gobierno de una empresa no implica necesariamente irse a este extremo, basta con tener un equipo cuyos intereses no estén alineados con los de sus accionistas o que utilicen su posición en el consejo de una gran compañía para satisfacer sus ambiciones. Es muy importante entonces atender de forma debida a este aspecto, el buen gobierno de una empresa, sin darlo por sentado por el mero hecho de no aparecer en la lista de defraudadores.

Entonces ¿Por qué vamos a darle entonces nuestra confianza a un mercado en cierto modo corrompido?

Porque también hay innumerables casos de compañías con un buen gobierno corporativo, transparentes y con objetivos sostenibles y razonables. Otra buena noticia es que las corrientes actuales están llevando a que las grandes compañías cotizadas se alejen de un comportamiento viciado hacia otra aproximación en la que se tenga en cuenta a todos los “stakeholders” o partes interesadas, es decir, no sólo inversores y accionistas, sino empleados, consumidores y comunidad circundante. El activismo y el “*engagement*” son herramientas que cada vez usamos más los gestores y accionistas para poder interactuar con las compañías en las que invertimos, ejerciendo de esta forma un mayor control.

Pero antes de llegar a esto, es clave realizar el análisis del equipo que está al frente de una compañía (consejeros, presidente y directivos) y saber con quién estamos tratando. Es un ejercicio de investigación que nos ayudará a intuir cómo puede comportarse a futuro un equipo gestor. Algunos puntos son los siguientes:

- Trayectoria y currículum de los consejeros y directivos principales.
- Evolución del beneficio por acción
- La caja que genera el negocio y cuánta llega al accionista.
- El compromiso que el equipo gestor de una entidad ha declarado tener con respecto al accionista (políticas de dividendo y de incremento de éste, planes de recompra de acciones o repartos extraordinarios cuando hay caja ociosa).
- Historial de operaciones de adquisición y fusión de otras compañías o activos: Este aspecto es una gran fuente de información sobre las reales intenciones del equipo gestor, por ejemplo, si pretende crear valor para su accionista cuando se presenta una buena oportunidad o

simplemente engordar la compañía y blindar su puesto de trabajo a base de comprar competidores a cualquier precio.

Nuestro trabajo es investigar esto. Podríamos decir que es aquí de donde parte todo. Una empresa con un consejo de administración y directivos de calidad. Alguien lo puso ahí, le inculcó unos valores y una cultura que dio lugar a un resultado. Al final todo se reduce a las personas, a un gran equipo. Lo que los economistas llaman “capital humano”.

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,

El equipo de NAO Sustainable Asset Management.