



COMENTARIO JULIO 2024

Estimado inversor,

El mes de julio ha dejado una estela de volatilidad en los mercados financieros globales, con inversores navegando un mar de acontecimientos económicos y políticos significativos. La temporada de resultados en Estados Unidos marcó el ritmo, especialmente con cuatro de las siete magníficas tecnológicas desvelando sus cifras trimestrales. Sin embargo, la reacción de Wall Street fue tibia, ejerciendo presión sobre el sector tecnológico durante gran parte del mes, antes de experimentar un repunte en los últimos días. A pesar de estos vaivenes, el S&P 500 logró cerrar con un modesto avance del 1,2%.

Llamativamente, las acciones de pequeña capitalización estadounidenses brillaron con luz propia. El Russell 2000 superó al Nasdaq 100 en su mayor diferencial mensual en más de dos décadas, reflejando un giro estratégico hacia empresas más sensibles a los tipos de interés. Este movimiento no es casual y responde a las crecientes expectativas de recortes de tipos por parte de la Reserva Federal, un sentimiento que ha permeado diversos segmentos del mercado.

Esta narrativa de posibles recortes de tipos se reflejó con fuerza en el mercado de renta fija. Los bonos del Tesoro estadounidense se convirtieron en los grandes beneficiarios del mes, con un rendimiento del 2,2%. La curva de rendimientos experimentó una transformación notable, con el diferencial entre los bonos a 10 y 2 años estrechándose hasta los -21 puntos básicos, un nivel no visto desde enero de 2024.

Al otro lado del Atlántico, el panorama presentó contrastes interesantes. Las acciones europeas, excluyendo al Reino Unido, mostraron un desempeño más comedido, con el MSCI Europe avanzando un modesto 0,6%. Varios factores pesaron sobre el sentimiento inversor: un decepcionante dato del PMI sugirió una ligera desaceleración del crecimiento económico de la eurozona durante el estío, mientras que las incertidumbres en torno a las elecciones francesas añadieron una capa adicional de cautela.

En el mercado de renta fija europeo, los bonos gubernamentales de la periferia continuaron su racha de outperformance frente a sus homólogos de centroeuropa. Los bonos soberanos de Italia y España destacaron con retornos del 2,8% y 2,3% respectivamente, captando el interés de inversores en busca de mayores rendimientos ante la perspectiva de futuros recortes de tipos por parte del Banco Central Europeo.

En contraste, el mercado británico mostró su propia dinámica. El FTSE All-Share registró un sólido ascenso del 3,1%, impulsado por robustos indicadores en el sector servicios y un crecimiento económico que superó las expectativas en el segundo trimestre. Sin embargo, en el frente de la renta fija, los Gilts se quedaron rezagados con un modesto retorno del 1,9%. Esta divergencia refleja las expectativas de una trayectoria de recortes de tipos más gradual en el Reino Unido, en comparación con EE.UU. y la eurozona, debido a un crecimiento del PIB sorprendentemente robusto y una inflación persistente en el sector servicios.

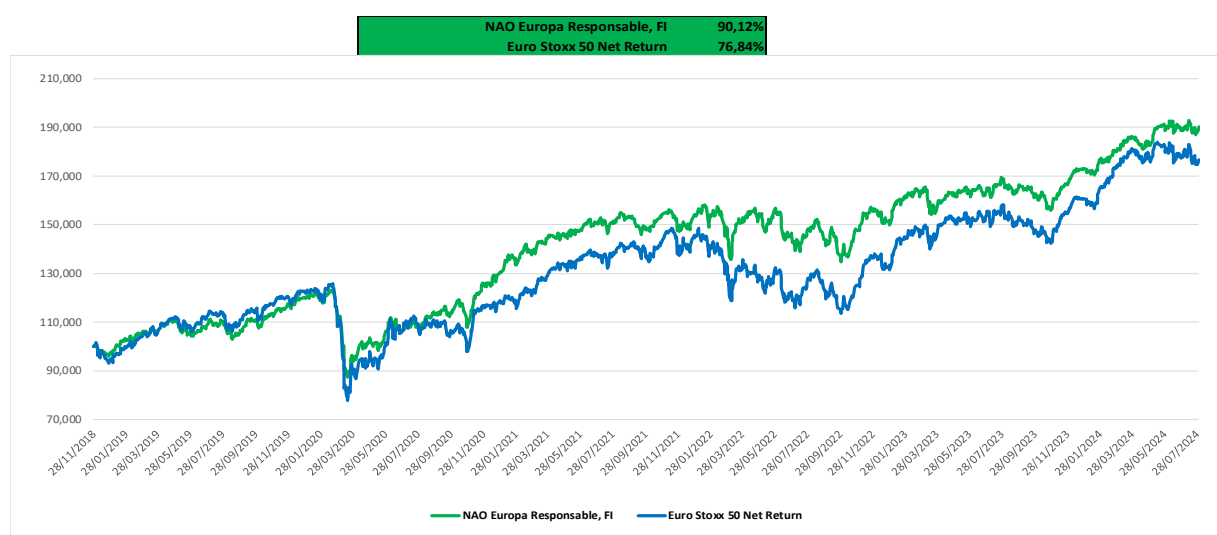
La volatilidad de julio en los mercados financieros globales refleja la sensibilidad de los inversores ante los datos económicos y las expectativas de política monetaria. La rotación hacia activos más sensibles a los tipos de interés, impulsada por datos más suaves en EE.UU., sugiere un cambio en las perspectivas sobre el futuro curso de la política de la Reserva Federal.

Sin embargo, los movimientos agresivos en el mercado de bonos podrían estar anticipando un escenario de relajación monetaria que, sin una recesión, parece poco probable en la magnitud implícita en los precios actuales. Esta disparidad entre las expectativas del mercado y las realidades económicas subraya la importancia de mantener un enfoque equilibrado y prudente.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

En el mes, NAO Europa Responsable ha tenido un rendimiento destacado, con una revalorización del 0,42%, superando el -1,05% de su índice de referencia. Además, el fondo ha mostrado una menor volatilidad en lo que va de año, con un 8,58%, en comparación con el 12,19% del índice.

Por otro lado, NAO Patrimonio Global también ha tenido un buen desempeño, cerrando el mes con una revalorización del 0,34% y una volatilidad del 4,82%. Estos resultados son muy similares a los de su índice de referencia, que obtuvo una revalorización del 0,43% pero con una mayor volatilidad, 5,52%. En este sentido, nuestro enfoque de análisis fundamental complementado con nuestros criterios de sostenibilidad nos ayuda a detectar compañías con calidad, poco endeudadas y buen historial en cuanto a gestión del negocio, y conseguir una cartera cuyo comportamiento en las caídas ayuda a preservar el capital.



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%	0,42%	4,08%	7,58%	13,21%	9,78%	90,12%	11,98%	26,18%	8,04%
Benchmark	-0,88%	-1,05%	0,03%	6,95%	13,31%	10,08%	76,84%	10,56%	28,50%	8,70%
Diferencia	0,99%	1,46%	4,06%	0,63%	-0,10%	-0,30%	13,28%	1,42%	-2,33%	-0,66%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Responsable FI, Clase D	8,58%	14,60%	13,13%
Benchmark	12,19%	20,13%	17,89%

R/σ	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Re	1,14%	0,82%	0,61%
Benchmark	0,83%	0,52%	0,49%

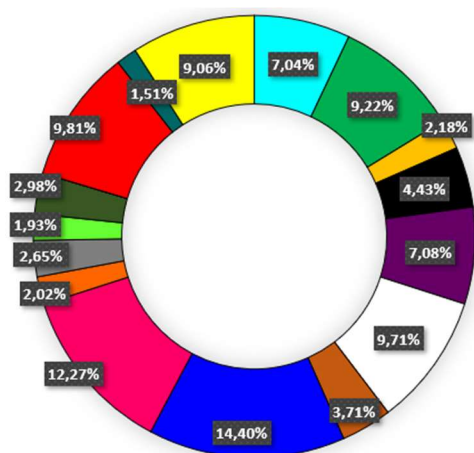
La rentabilidad acumulada de NAO desde el inicio es del +90,12% con una volatilidad anualizada del 14,60%, mientras que la rentabilidad acumulada del benchmark ha sido del 76,84% en el mismo periodo, con una volatilidad anualizada del 20,13%.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA Y OPERACIONES EN EL MES

Agosto ha comenzado con turbulencias en los mercados, pero es importante mantener la perspectiva. Si bien el informe de empleo de julio fue más débil de lo esperado, un mes no hace tendencia. Es crucial recordar que hemos visto fluctuaciones similares en meses anteriores sin que se materializaran los temores más pesimistas.

El crecimiento económico en el segundo trimestre fue robusto, y las proyecciones para el tercero siguen siendo positivas. Los resultados empresariales, en general, han superado las expectativas, con márgenes sólidos y un crecimiento de ingresos constante. Aunque algunos sectores del consumo muestran signos de debilidad, otros mantienen su fortaleza. Seguiremos monitoreando de cerca la situación, pero por ahora, la reacción del mercado parece más severa que lo que justifican los fundamentos económicos. Es momento de mantener la calma y conservar una visión equilibrada del panorama económico.

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 90,94%. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **Intesa Sanpaolo, Novartis, Allianz, ASML e Inditex.** Las diez primeras posiciones representan un **39,69% de la cartera.**



- EFICIENCIA ENERGÉTICA
- MATERIALES
- AUTOS
- INDUSTRIAL
- LOGÍSTICA
- SEGUROS
- FARMACIA
- ALIMENTACIÓN
- TECNOLOGÍA
- CONSUMO
- SERVICIOS
- FERROVIARIO
- CONCESIONES
- QUÍMICO
- TELECOMUNICACIONES
- BANCOS
- MEDIA
- Cash

PRINCIPALES POSICIONES		
1º	ACCS.INTESA SAN PAOLO	5,18%
2º	ACCS.NOVARTIS-REG	4,97%
3º	ACCS.ALLIANZ AG-REG	4,90%
4º	ACCS.ASML HOLDINGS	4,34%
5º	ACCS.INDITEX	3,83%
6º	ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA	3,73%
7º	ACCS.UNILEVER PLC	3,36%
8º	ACCS.LEGRAND SA	3,31%
9º	ACCS.SIKA AG-REG	3,23%
10º	ACCS.MICROSOFT	3,01%
11º	ACCS.LINDE PLC (USD)	2,98%
12º	ACCS.ROCHE HOLDING	2,93%
13º	ACCS.SAP AG	2,78%
14º	ACCS.ASSA ABLOY AB-B	2,78%
15º	ACCS.ING GROEP NV	2,66%
16º	ACCS.CONSTR.Y AUXILIAR DE FERROCARRILES	2,65%
17º	ACCS.HERMES INTERNATIONAL	2,39%
18º	Otros	31,91%
	RV	90,94%
	Cash	9,06%
	TOTAL	100,00%

Por países, el mayor peso se lo lleva Francia con un 21,74% del peso de la cartera, seguido por Alemania y Suiza, con un 15,41% y un 13,81% respectivamente.

Hemos realizado varios ajustes significativos en nuestra cartera de inversión. Estos cambios están motivados principalmente por los resultados empresariales recientes y buscan optimizar nuestro posicionamiento en el mercado actual.

1. Sustitución de Nestlé por AstraZeneca

Hemos decidido retirar nuestra inversión en Nestlé debido a un rendimiento decepcionante. Inicialmente, apostamos por Nestlé como una compañía de calidad a precio razonable, con expectativas de crecimiento en ventas del 4-6% y un aumento del beneficio por acción del 8-10%. Sin embargo, los resultados recientes han sido desalentadores. El crecimiento en ventas del segundo trimestre (2.8%) estuvo muy por debajo de lo esperado, y la compañía ha tenido que revisar a la baja sus previsiones anuales. Además, Nestlé enfrenta dificultades en la renovación de su cartera de productos y una creciente resistencia del consumidor estadounidense a pagar precios premium por sus marcas.

En su lugar, hemos optado por AstraZeneca, una compañía farmacéutica que presenta una de las mejores combinaciones de negocio del sector. AstraZeneca se destaca por su diversificación en medicamentos relativamente nuevos y un pipeline con gran potencial para los próximos años. La compañía está ganando liderazgo en terapias de alto interés como oncología y enfermedades cardiometabólicas. Su fuerte posicionamiento en oncología, con medicamentos clave como Tagrisso, Lynparza, Imfinzi y Enhertu, junto con su potencial para la expansión de márgenes, la convierten en una opción atractiva con un sólido negocio subyacente y espacio para el crecimiento.

2. Sustitución de Kering por Hermès

Nuestra inversión en Kering, realizada a finales del año pasado, se basaba en la idea de incorporar una compañía infravalorada y poco endeudada en el sólido sector del lujo. Sin embargo, la marca insignia de Kering, Gucci, ha perdido brillo en el último año y medio debido a una escasa inversión. A pesar de los cambios en la dirección creativa y el aumento del gasto en marketing, los últimos resultados indican que el giro del negocio tardará más de lo esperado.

Por ello, incrementamos nuestra exposición al sector del lujo a través de Hermès. A pesar de la reciente debilidad del crecimiento chino, Hermès mantiene un posicionamiento de producto más defensivo que Kering o LVMH. La compañía sigue superando las estimaciones en resultados, con crecimientos en ventas en torno al 13%, lo que demuestra su resiliencia en un entorno desafiante.

3. Sustitución de Yara por Saint-Gobain

Desinvertimos la totalidad en Yara debido a la persistente debilidad del sector de fertilizantes. La demanda se ha visto afectada por condiciones climáticas adversas e incertidumbre económica, llevando

el gasto de los agricultores a mínimos históricos. La ausencia de reducciones en la oferta y el mantenimiento de inventarios elevados están presionando a la baja los precios de los fertilizantes nitrogenados. La falta de visibilidad en los próximos trimestres y el deterioro del flujo de caja, que pone en riesgo el dividendo, nos han llevado a buscar alternativas más prometedoras.

En este contexto, hemos identificado una oportunidad en Saint-Gobain. Las recientes caídas en su cotización, motivadas por las elecciones francesas, han creado un punto de entrada atractivo. Aunque Saint-Gobain opera en un sector cíclico y atomizado como el de materiales de construcción, la compañía ha logrado diferenciarse y ganar poder de fijación de precios. Su posicionamiento en áreas de crecimiento como los mercados de renovación y construcción ligera, junto con su potencial beneficio de planes de estímulo para la renovación energética de edificios, la hacen atractiva. Además, Saint-Gobain ofrece una amplia gama de soluciones sostenibles para nuevas construcciones y tiene objetivos financieros sólidos, incluyendo un crecimiento orgánico de ventas del 3-5% y un margen operativo del 9-11%. Su compromiso con el accionista, evidenciado por su actual programa de recompra de 2.000 millones de euros, refuerza nuestra confianza en esta inversión.

4. Nueva Inversión: Deutsche Börse

Finalmente, incorporamos a Deutsche Börse a nuestra cartera. Esta compañía se destaca por su modelo de negocio altamente integrado que abarca toda la cadena de valor del trading, incluyendo operaciones en mercados de acciones, derivados y commodities. Su división Clearstream proporciona servicios extensivos de post-negociación, lo que le da una exposición significativa a ingresos por intereses en entornos de tasas altas. Deutsche Börse también tiene una fuerte presencia en el negocio de datos y análisis a través de STOXX e ISS.

La compañía ofrece varias ventajas como inversión, incluyendo un sólido rendimiento operativo con crecimiento significativo en ingresos y EBITDA, una diversificación de ingresos que reduce su dependencia del trading, y una exposición a factores de crecimiento estructural en los mercados financieros europeos. Deutsche Börse ha demostrado un control de costos eficiente en un entorno inflacionario y mantiene una alta rentabilidad con un margen de EBITDA cercano al 57%. Las perspectivas de crecimiento para 2024 son positivas, y la compañía tiene una estrategia clara de desapalancamiento. Además, su valoración actual es atractiva en comparación con competidores y su promedio histórico, y mantiene una política de dividendos en crecimiento complementada con programas de recompra de acciones.

CONDENADOS A ENTENDER NOS

PILAR LLORET

Este verano está siendo intenso en los mercados; como suele ocurrir en la época estival, la volatilidad está siendo la tónica general en los mercados, y no solamente por el miedo a una recesión sino por la incertidumbre que plantean los eventos y riesgos geopolíticos aún abiertos, entre ellos, las elecciones en Estados Unidos que tendrán lugar en otoño y es que el horizonte político estadounidense se tiñe de incertidumbre a medida que se acercan las elecciones, reavivando temores sobre el futuro de las relaciones chino-estadounidenses. Estas dos potencias, enfrentadas desde hace años en una "guerra tecnológica", ven cómo sus disputas impactan directamente en sectores cruciales como los semiconductores, las telecomunicaciones y la inteligencia artificial.

En este escenario volátil, las declaraciones de ambos bandos políticos han agitado aún más las aguas. Los demócratas, por su parte, han endurecido su postura, prometiendo medidas más estrictas contra China en materia de aranceles y otras políticas destinadas a contener el creciente poder del gigante asiático. En contraste, las palabras de Trump en Bloomberg, sugiriendo que "Taiwán debería pagar por el apoyo militar que recibe de Washington para contener las amenazas de invasión de la China de Xi Jinping", han enviado señales contradictorias. Si bien podrían interpretarse como un guiño a China, han sembrado nuevos riesgos, provocando una caída en las cotizaciones de las empresas vinculadas a la producción de semiconductores durante julio, ya de por sí castigadas por unas perspectivas de crecimiento poco alentadoras para el año en curso.

No obstante, más allá del resultado electoral, una verdad se erige incontestable: las principales potencias mundiales no pueden permitirse el lujo de no entenderse. Las lecciones aprendidas de los múltiples conflictos recientes son claras; los intereses nacionales y, sobre todo, las interdependencias económicas, actúan como fuerzas moderadoras en las relaciones comerciales. El conflicto tecnológico no es una excepción a esta regla. Es crucial recordar que, así como China necesita a Occidente como mercado para su producción, es este país quien domina las fuentes de aprovisionamiento de materiales críticos para la industria, elementos clave en la transición hacia un mundo más digitalizado, inteligente, sostenible y eficiente. Las tierras raras son un ejemplo paradigmático de esta dependencia mutua; sin ellas, el progreso tecnológico se vería seriamente comprometido.

La utilización de tierras raras en la industria

Las tierras raras, un conjunto de 17 elementos químicos, se han convertido en componentes indispensables para numerosas tecnologías de vanguardia. A pesar de su nombre engañoso, estos elementos no son particularmente escasos en la corteza terrestre. Sin embargo, su extracción y procesamiento entrañan desafíos significativos, tanto técnicos como medioambientales.

Este grupo de elementos, que incluye los lantánidos, el escandio y el itrio, posee propiedades únicas que los hacen invaluable en una amplia gama de aplicaciones industriales. Los imanes permanentes, por ejemplo, fabricados con praseodimio y disprosio, son esenciales en motores eléctricos y generadores de turbinas eólicas. En la industria automotriz y petroquímica, el cerio y el lantano se emplean como catalizadores, contribuyendo a la reducción de emisiones contaminantes. La tecnología

de consumo también depende en gran medida de estos elementos: el europio y el terbio son fundamentales en la producción de pantallas para dispositivos electrónicos y sistemas de iluminación eficiente.

La importancia de las tierras raras se extiende al corazón mismo de la revolución digital. Son componentes críticos en la fabricación de semiconductores, piedra angular de los circuitos integrados presentes en todos los dispositivos electrónicos modernos. Desde los smartphones hasta los centros de datos que alimentan las aplicaciones de inteligencia artificial, pasando por los discos duros y los sensores utilizados en robótica y vehículos autónomos, las tierras raras son omnipresentes en la infraestructura tecnológica contemporánea.

Además, estos elementos juegan un papel crucial en la transición hacia un futuro más sostenible. Su uso es fundamental en tecnologías verdes como la energía renovable, los vehículos eléctricos y los sistemas de iluminación de bajo consumo, así como en las tecnologías de reciclaje avanzadas.

Extracción y producción: un proceso concentrado

El panorama actual de la producción de tierras raras presenta un desafío geopolítico de primer orden. La concentración geográfica de estos recursos críticos, con China a la cabeza controlando aproximadamente el 85% de la producción mundial, ha creado una situación de dependencia que muchos consideran preocupante.

La supremacía china en este campo no es fruto del azar. El país ha desarrollado una infraestructura industrial robusta para la extracción y procesamiento de tierras raras, respaldada por políticas gubernamentales favorables y significativas inversiones en tecnología y capacidad productiva. La región de Bayan Obo, en Mongolia Interior, se ha convertido en un símbolo de esta dominación, siendo una de las mayores fuentes mundiales de estos elementos estratégicos.

Esta concentración ha encendido las alarmas en numerosas regiones del mundo, especialmente en Estados Unidos, Europa y Japón. La dependencia de un único proveedor plantea riesgos significativos para la cadena de suministro global. Cualquier interrupción en la producción china, ya sea por motivos económicos, políticos o medioambientales, podría tener repercusiones de amplio alcance en múltiples sectores industriales.

La historia reciente nos ofrece ejemplos aleccionadores de estos riesgos. En 2011, Japón denunció la retención de envíos de tierras raras por parte de China como represalia en una disputa territorial por las Islas Senkaku. Más recientemente, durante la crisis de Huawei, las autoridades chinas amenazaron con interrumpir la exportación de estos materiales críticos a Estados Unidos, poniendo de manifiesto el potencial uso de estos recursos como arma geopolítica.

Hacia una mayor autonomía

Frente a estos desafíos, diversos países y empresas han emprendido iniciativas para diversificar sus fuentes de suministro y reducir su dependencia de China. Estados Unidos, por ejemplo, ha reactivado

operaciones mineras domésticas, como la de Mountain Pass en California, y ha establecido colaboraciones internacionales para desarrollar capacidades de procesamiento fuera del territorio chino.

Por su parte, la Unión Europea ha identificado las tierras raras como un recurso crítico, impulsando la investigación y el desarrollo de alternativas. Estas iniciativas forman parte de un esfuerzo global más amplio para asegurar un suministro más estable y sostenible de estos materiales estratégicos.

La cooperación internacional se ha intensificado, con países como Estados Unidos, Japón y Australia colaborando en el desarrollo de nuevas fuentes de suministro y tecnologías de procesamiento. Australia, en particular, ha emergido como un proveedor alternativo prometedor, con proyectos como la mina de Mount Weld ganando relevancia en el escenario global.

Paralelamente, se están realizando importantes inversiones en investigación y desarrollo, buscando alternativas a las tierras raras o métodos para mejorar la eficiencia en su uso. El desarrollo de nuevos materiales para imanes que requieren menos tierras raras, o ninguna en absoluto, es un ejemplo de estos esfuerzos innovadores. La promoción de una economía circular, donde los materiales se reciclan y reutilizan, se perfila como una estrategia clave para reducir la dependencia de la minería. Los programas de reciclaje de productos electrónicos y la recuperación de tierras raras a partir de residuos industriales están ganando impulso, ofreciendo una vía prometedora hacia un futuro más sostenible y autosuficiente.

Sin embargo, es importante reconocer que la independencia total en el suministro de tierras raras sigue siendo un objetivo lejano. El progreso tecnológico no puede detenerse, y la interdependencia global es una realidad ineludible. Esta situación plantea un desafío para los líderes mundiales, especialmente aquellos de naciones con una visión pragmática y cooperativa.

En última instancia, la necesidad de entendimiento mutuo se impone como la única vía sensata. Por el bien común y el progreso global, nos vemos condenados a comprender las necesidades de nuestros adversarios y a buscar soluciones que permitan una coexistencia productiva. El futuro de la tecnología y el desarrollo sostenible depende de nuestra capacidad para navegar estas aguas turbulentas con diplomacia, innovación y una visión compartida del progreso.

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