

LA MUZA INVERSIONES SICAV SA

Nº Registro CNMV: 425

Informe Semestral del Primer semestre de 2023

Gestora: MUZA GESTIÓN DE
ACTIVOS, SGIIC, S.A.

Depositario: CACEIS Bank Spain
SAU

Auditor:
PRICEWATERHOUSECOOPERS
AUDITORES, S.L

Grupo Gestora: MUZA GESTIÓN
DE ACTIVOS, SGIIC, S.A.

Grupo Depositario: CREDIT
AGRICOLE

Rating Depositario: Baa1

Sociedad por compartimentos: NO

El presente informe junto con los últimos informes periodicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.muzagestion.com.

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

Dirección

C/ CASTELLO, 128 9º PLANTA 28006 - MADRID (MADRID)

Correo electrónico

info@muzagestion.com

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: inversores@cnmv.es).

INFORMACIÓN SOCIEDAD

Fecha de registro: 05-03-1999

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Tipo de sociedad: Otros

Vocación inversora: Global

Perfil de riesgo: 4, en una escala de 1 a 7

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

Descripción general

Política de inversión:

La SICAV podrá invertir hasta el 10% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

Se podrá invertir, de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin determinación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo, pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos. No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes.

La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. Podrán incluso tomarse posiciones cortas para aprovechar una eventual tendencia bajista en algún mercado.

La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión.

Operativa en instrumentos derivados

Inversión y Cobertura para gestionar de un modo más eficaz la cartera

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método de compromiso.

Una información más detallada sobre la política de inversión de la sociedad se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación

EUR

2) Datos económicos.

	Período actual	Período anterior	2023	2022
Índice de rotación de la cartera	0,36	0,25	0,36	0,64
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	3,17	-0,02	3,17	-0,21

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Período actual	Período anterior
Nº de acciones en circulación	3.810.750,00	3.861.417,00
Nº de accionistas	214	214
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)	0,00	0,00

¿Distribuye dividendos? NO

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del período (EUR)		
		Mín	Máx	Fin de periodo
Período del informe	204.751	51,9315	57,3116	53,7297
2022	200.535	44,7309	55,3346	51,9330
2021	177.888	34,3238	47,8735	47,3996
2020	142.023	20,4995	36,3530	34,3370

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

Comisión de gestión						Base de cálculo	Sistema imputación
% efectivamente cobrado							
Período			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,50		0,50	0,50		0,50	Patrimonio	

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Período	Acumulada	
0,02	0,02	Patrimonio

Nota: El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

2.2) Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

Rentabilidad (% sin anualizar)

Acumulado 2023	Trimestral				Anual			
	Ultimo Trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2022	2021	2020	2018
3,46	-1,49	5,02	14,37	-7,59	9,56	38,04	-3,08	-17,64

Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

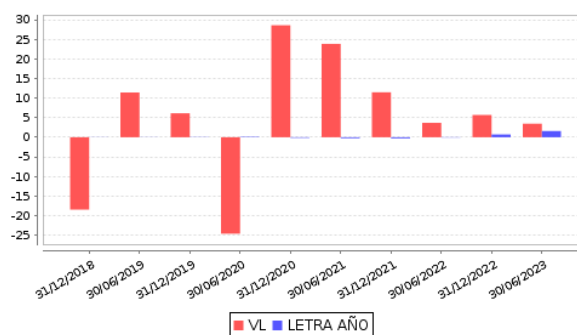
Acumulado 2023	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2022	2021	2020	2018
0,55	0,28	0,27	0,28	0,28	1,10	1,16	1,15	1,18

(i) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

Gráficos evolución valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



2.3) Distribución del patrimonio al cierre del período (Importe en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	198.281	96,84	189.666	94,58
* Cartera interior	139.119	67,95	110.100	54,90
* Cartera exterior	59.041	28,84	79.471	39,63
* Intereses de la cartera de inversión	120	0,06	96	0,05
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	918	0,45	5.276	2,63
(+/-) RESTO	5.552	2,71	5.593	2,79
PATRIMONIO	204.751	100,00	200.535	100,00

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4) Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación período actual	Variación período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO ANTERIOR	200.535	189.769	200.535	
+/- Compra/ venta de acciones (neto)	-1,29	0,00	-1,29	135.232,23
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	3,30	5,64	3,30	-35,65
(+/-) Rendimientos de gestión	3,92	6,29	3,92	-31,48
+ Intereses	0,22	0,07	0,22	263,15
+ Dividendos	1,20	1,76	1,20	-25,09
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,09	-0,02	0,09	-511,08
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	6,70	1,20	6,70	515,66
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	-4,25	3,33	-4,25	-240,66
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	-100,00
+/- Otros resultados	-0,04	-0,04	-0,04	9,88
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,64	-0,66	-0,64	5,81
- Comisión de gestión	-0,50	-0,50	-0,50	8,25
- Comisión de depositario	-0,02	-0,03	-0,02	8,24
- Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,02	-0,03	36,02
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	0,00	10,87
- Otros gastos repercutidos	-0,09	-0,11	-0,09	-11,68
(+) Ingresos	0,02	0,01	0,02	58,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,02	0,01	0,02	58,00
+/- Revalorización inmuebles uso propio y result. por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO ACTUAL	204.751	200.535	204.751	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

3. Inversiones financieras

3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del período)

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
REPO SPAIN GOVERNMENT B 3.25 2023-07-03	EUR	11.400	5,57		
ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		11.400	5,57		
RFIJA OHL OPERACIONES 6.60 2026-03-31	EUR	2.134	1,04	2.206	1,10
Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		2.134	1,04	2.206	1,10
ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	7.566	3,70	4.438	2,21
ACCIONES DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE	EUR	521	0,25	463	0,23
ACCIONES UNICAJA BANCO	EUR	5.235	2,56	6.492	3,24
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	1.998	0,98	1.970	0,98
ACCIONES ACERINOX SA	EUR	5.234	2,56	4.974	2,48
ACCIONES METROVACESA	EUR			2.847	1,42
ACCIONES GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	4.784	2,34	5.367	2,68
ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	8.374	4,09	4.411	2,20
ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	4.682	2,29	3.800	1,90
ACCIONES PARLEM TELECOM SA	EUR	141	0,07	196	0,10
ACCIONES LORENTE & CUENCA SA	EUR	1.207	0,59	751	0,37
ACCIONES OBRASCON	EUR	3.623	1,77	3.436	1,71
ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR	2.316	1,13	4.406	2,20
ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	1.233	0,60	1.063	0,53
ACCIONES SACYR SA	EUR	14.287	6,98	11.617	5,79
ACCIONES CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FE	EUR	3.905	1,91	3.366	1,68
ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	2.916	1,42	2.806	1,40
ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	5.389	2,63	4.781	2,38
ACCIONES SINGULAR PEOPLE	EUR	1.788	0,87	1.375	0,69
ACCIONES TUBACEX SA	EUR	7.188	3,51	5.027	2,51
ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(EUR	3.538	1,73	2.563	1,28
ACCIONES REPSOL SA	EUR	16.469	8,04	6.459	3,22
ACCIONES AZCOYEN	EUR	4.815	2,35	4.592	2,29
ACCIONES INDITEX SA	EUR			241	0,12
ACCIONES AC.ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	745	0,36	898	0,45
ACCIONES VIDRALA SA	EUR			3.618	1,80
ACCIONES ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	2.579	1,26	2.498	1,25
ACCIONES SACYR SA	EUR	375	0,18		
ACCIONES GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	6.759	3,30	6.173	3,08
ACCIONES OPDENERGY HOLDINGS SA	EUR			1.325	0,66
ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	7.884	3,85	5.975	2,98
RV COTIZADA		125.552	61,32	107.927	53,83
ACCIONES ALLIANZ, CMA. DE SEGUROS Y REAS	EUR	33	0,02	51	0,03
RV NO COTIZADA		33	0,02	51	0,03
RENTA FIJA COTIZADA		2.134	1,04	2.206	1,10
RENTA FIJA		13.534	6,61	2.206	1,10
RENTA VARIABLE		125.585	61,34	107.978	53,86
INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		139.119	67,95	110.185	54,96
ACCIONES NABALTEC AG (NTG GY)	EUR	626	0,31	846	0,42
ACCIONES GALP ENERGIA SGPS SA	EUR	2.090	1,02	6.053	3,02
ACCIONES NAVIGATOR	EUR	2.133	1,04	2.373	1,18
ACCIONES FACEBOOK INC	USD			528	0,26
ACCIONES HGEARS AG	EUR	412	0,20	640	0,32
ACCIONES ATALAYA MINING PLC	GBP	15.533	7,59	14.526	7,24
ACCIONES MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	2.186	1,07	1.915	0,96
ACCIONES FLATEX AG	EUR			1.181	0,59
ACCIONES DUFREY AG	CHF	730	0,36	5.032	2,51
ACCIONES BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR			3.204	1,60
ACCIONES QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	5.301	2,59	5.762	2,87
ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	12.433	6,07	14.203	7,08
ACCIONES FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD	2.812	1,37	2.513	1,25
ACCIONES DANIELI AND C OFFICINE MECCANIC	EUR	490	0,24	4.060	2,02
ACCIONES MERCEDES BENZ GROUP	EUR	4.328	2,11	3.607	1,80
ACCIONES KATEK SE	EUR	1.702	0,83	1.731	0,86
ACCIONES GRUPO HOTELERO SANTA FE	MXN	1.935	0,95	2.014	1,00
ACCIONES SEMAPA SOCIEDADE DE INVESTIMENT	EUR			1.856	0,93

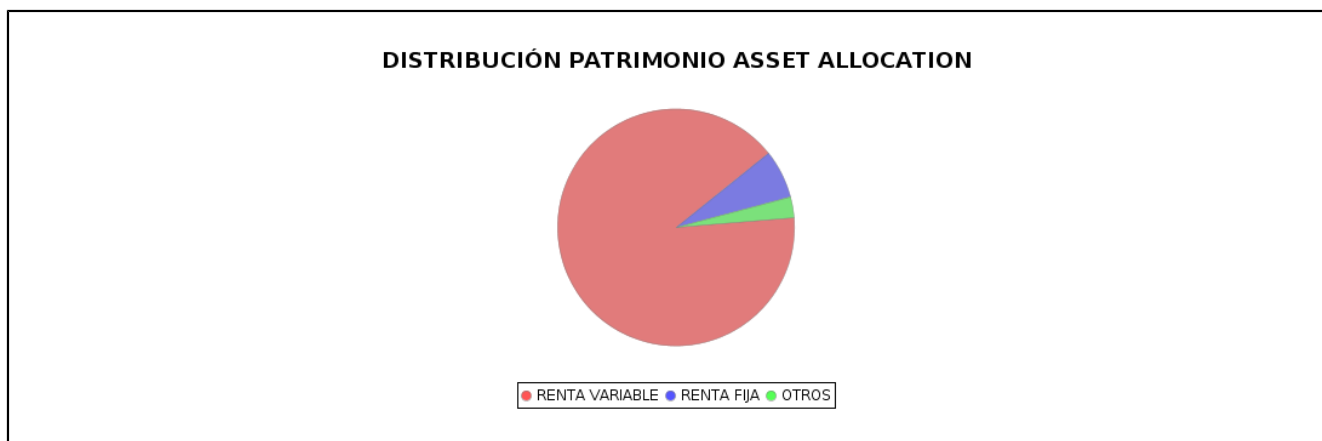
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES GREENVOLT ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR	1.121	0,55	1.430	0,71
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	4.767	2,33	4.727	2,36
ACCIONES RHI MAGNESITA NV	GBP	1.183	0,58	960	0,48
RV COTIZADA		59.782	29,21	79.161	39,46
RENTA VARIABLE		59.782	29,21	79.161	39,46
INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		59.782	29,21	79.161	39,46
INVERSIONES FINANCIERAS		198.901	97,16	189.346	94,42
Inversiones Dudosas, Morosas o en Litigio					

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

* Para los valores negociados habrá que señalar si se negocian en Bolsa o en otro mercado oficial.

Los productos estructurados suponen un 0.00 % de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio



3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
CBOE VOLATILITY INDEX (VIX)	Futuros comprados	1.353	Inversión
DJ EURO STOXX 50	Futuros vendidos	12.076	Inversión
S&P 500 INDEX	Futuros vendidos	48.860	Inversión
Total Otros Subyacentes		62.289	
TOTAL OBLIGACIONES		62.289	

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes	X	

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

Recuperación extraordinaria retención sobre dividendos extranjeros

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente	X	
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, directos o asesor o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas	X	

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

Solo existe un único accionista con mas del 20% de la SICAV con un 24,12% de participación con un total de 919.227 acciones. Durante el trimestre se han llevado a cabo operaciones vinculadas consideradas repetitivas o de escasa relevancia. Se han realizado operaciones repo en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador. Uno de los consejeros presenta un conflicto de intereses ya que es accionista indirecto en un porcentaje significativo del 10% de la sociedad cotizada AZKOYEN SA, de la que también es consejero dominical, y las carteras de las IICs están invertidas en dicha sociedad con una participación significativa agregada del 3,316%.

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

9. Anexo explicativo del informe periódico

1. SITUACIÓN DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO

a) Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados

Acabamos de cerrar un primer semestre con realidades algo contrapuestas entre lo que por un lado indican algunos datos macroeconómicos (principio de enfriamiento, ralentización, desaceleración;) y la evolución de los mercados, que, en términos generales, han tenido un comportamiento bastante positivo (sobre todo los índices con más peso de tecnológicas).

Decíamos al principio de este año 2023, y seguimos pensando así, que la inflación y los tipos de interés elevados van a estar más tiempo con nosotros de lo que mucha gente descuenta.

Esta situación trae aparejada un cambio de condiciones financieras que creemos están aquí para quedarse al menos unos años, y que contrastan bastante con los tipos de interés reales negativos con los que hemos estado conviviendo estos muchos años atrás.

Hemos repetido muchas veces ya que los males que estamos sufriendo en materia de inflación han sido consecuencia de unos tipos ultra bajos y un desproporcionado incremento de la liquidez en el sistema, especialmente en el periodo transcurrido entre principios del año 2020 y mediados del año 2022.

Es cierto, que la reacción de los bancos centrales ha sido contundente, con la que ha sido la subida de tipos de interés más elevada y rápida de los últimos 50 años, hecho que, entre otras, cosas provocó la quiebra a principios de año de algunos bancos regionales en EE. UU. y que, de no ser por las nuevas inyecciones de liquidez de la Fed, hubiera a buen seguro hecho aflorar muchos otros casos problemáticos. Si la respuesta en materia de tipos ha sido contundente, la retirada de liquidez, sin embargo, está siendo algo más lenta de lo deseable.

Se calcula que la expansión monetaria llevada a cabo entre medidas fiscales y monetarias ha ascendido a unos 10 trillones de dólares en EE.UU., lo que equivale a unos 30.000 dólares de estímulo por habitante.

Para poner esta cifra en contexto, la masa monetaria medida en términos de M2 creció en 2 años (2020-2022) cerca de 7 trillones (americanos) de dólares, cifra equivalente a lo que había crecido durante los 15 años anteriores. Dicho de otra manera, creció a una velocidad casi 8 veces superior a lo normal. De estos 7 trillones, hasta la fecha, tan sólo se ha retirado 1 trillón de dólares, por lo que queda aún mucho camino por recorrer en términos de drenaje de liquidez. Recordad que la M2 mide la cantidad de dinero que un ciudadano tiene en metálico, cuentas corrientes y cuentas de ahorro, en definitiva, dinero que es susceptible de generar consumo/gasto a corto plazo.

Es un dato clave para entender el comportamiento de la oferta monetaria, la inflación y los tipos de interés.

Históricamente, cuando la oferta monetaria se dispara, lo hace también el consumo, tirando fuertemente de los precios en productos y servicios. La retirada de, al menos, una parte significativa de este exceso de liquidez es condición necesaria para volver a tener una senda de precios algo más estable.

Y esta retirada implica necesariamente que antes o después el consumo, los resultados empresariales y el empleo (por este orden) se ralenticen.

Hemos de reconocer que, aunque nos sigue sorprendiendo la fortaleza del consumo, particularmente en EE. UU., creemos que nos estamos aproximándonos a un periodo donde el enfriamiento del consumo pueda empezar a ser más palpable.

Por un lado, se debería ir diluyendo la fuerte expansión fiscal vivida en EE. UU. en estos últimos 12 meses. Según datos de Morgan Stanley, en torno a 1 trillón de dólares ha llegado a los estadounidenses de la mano de distintos programas, lo que representaría cerca del 4% del PIB.

Los efectos de estos estímulos fiscales deberían ir diluyéndose en el tiempo (fin de la extensión de los Students loans, fin del Nutrition assistance program, Medicaid programs, etc.).

Por contra, si atendemos a los datos del ISM manufacturero (Purchasing Managers Index), que recoge las previsiones de gestores de compras de infinidad de empresas en EE. UU., éste lleva en contracción desde noviembre del año 2022 y el último dato de junio se situó en 46, cifra no vista desde el primer trimestre del 2020 (en pleno arranque de pandemia). El ISM y S&P 500 suelen comportarse de manera más o menos pareja y, desde hace meses, esta correlación se ha desviado sustancialmente a favor del S&P, lo que indica que o bien el mercado está descontando una mejora sensible de actividad manufacturera en los próximos meses o que existe una desconexión entre los datos adelantados de actividad y lo que los mercados descuentan en cuanto a la evolución de los resultados.

Nos batimos, por tanto, en un contexto de fuerzas contrapuestas, donde por un lado tenemos un consumo aun fuerte, alentado por la que ha sido la mayor expansión monetaria y fiscal de la historia moderna de Estados Unidos (y de una gran parte de las economías desarrolladas) que se enfrenta por otro lado a la contundente respuesta en materia de subidas de tipos y progresiva retirada de liquidez por parte de los bancos centrales, para hacer frente a una inflación cada vez más enraizada en la economía.

Este choque de fuerzas nos hace seguir siendo cautos con el crecimiento de los resultados empresariales que muchas economías descuentan.

b) Decisiones generales de inversión adoptadas

Inversión en acciones cuyos negocios se encuentran infravalorados por el mercado.

c) Índice de referencia

La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión, aunque a modo ilustrativo en nuestras publicaciones se compara con el STOXX 600 NR (incluye dividendos). Dicho índice obtuvo una rentabilidad del +10,85% en el periodo, que compara con un +3,46% de la SICAV, es decir, un diferencial en rentabilidad de -7,40%. La cartera tiene un sesgo hacia sectores más cíclicos, como pueden ser consumo discrecional o materiales, que tuvieron un peor comportamiento durante el semestre.

d) Evolución del Patrimonio, participes, rentabilidad y gastos de la IIC

El patrimonio sube desde 200,5 millones de euros hasta 204,7 millones de euros, es decir un 2,09%. El número de accionistas se mantiene en 214 unidades. La rentabilidad en el semestre ha sido de un +3,46%. La rentabilidad de la Letra del Tesoro a un Año para este periodo ha sido de 2,89%.

e) Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora

La rentabilidad de la SICAV hasta el 30/06/2023 ha sido del +3,46%, que compara con el +1,83% del fondo (MUZA, FI).

2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo

Durante el primer semestre, hemos aumentado inversiones en Atalaya, CIE, Elecnor, Ence, Inversa Prime, IPCO, LLYC, Miquel y Costas, OHLA, Repsol, ROVI, Sngular People, Tubacex y Unicaja mientras que redujimos en Danieli, Dufry, Galp, Gestamp, Indra, Semapa, Quálitas y Parlem. También, salimos de Befesa, Flatex, Meta, Metrovacesa, Opdenenergy y Vidrala. Ninguno de estos movimientos ha significado un cambio de ponderación relevante en nuestra cartera y tras estos ligeros cambios de ponderación esta siempre el mismo razonamiento fundamental que no es otros que el de aprovechar las diferencias que hay entre la evolución de las cotizaciones y nuestra valoración intrínseca de cada una de esas compañías.

b) Operativa de préstamos de valores

No aplica.

c) Operativa en derivados y adquisición temporal de activos

Compra y venta de opciones y futuros sobre acciones e índices. La operativa en derivados es consecuente con la visión macro que teníamos desde finales del año 2021. En concreto, vemos con mucha cautela la consecuencia que la evolución de los tipos de interés y la inflación iba a tener en los múltiplos de valoración de algunos índices, especialmente en EE. UU. EL S&P 500 tiene aún unas estimaciones de crecimientos de beneficios para el 2023 muy optimistas y creemos que no recogen de manera prudente el impacto que inflación y tipos de interés van a tener en las cuentas de resultados de muchas compañías y en los múltiplos a los que tendrían que valorarse.

d) Otra información sobre inversiones

Valores no cotizados: - 1.100 acciones ALLIANZ CIA SEG por un valor a 30/06/23 de 32.956 euros.

3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD

La SICAV no tiene ningún objetivo concreto de rentabilidad, más allá de obtener una revalorización a largo plazo del capital invertido que supere la inflación.

4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO

La volatilidad de la SICAV hasta el 30/06/2023 ha sido del 11,76%, que compara con el 0,12% de la Letra del Tesoro a 1 año.

5. EJERCICIO DERECHOS POLÍTICOS

El ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a los valores que integren las carteras de las IIC se hará, en todo caso, en interés exclusivo de los socios y participes de las IIC gestionadas. El Consejo de Administración de la Sociedad Gestora ha establecido (tanto para cumplir con la normativa legal vigente como para actuar en interés de los socios y participes de las IIC gestionadas) que siempre se ejercerán los derechos de asistencia y voto en las Juntas Generales de Accionistas si se da cualquiera de los siguientes supuestos: i) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, siempre que la participación de las IIC y resto de carteras institucionales gestionadas por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora tuviera una antigüedad superior a DOCE (12) meses y dicha participación represente, al menos, el UNO POR CIENTO (1%) del capital de la sociedad emisora. ii) Cuando el ejercicio del derecho de asistencia comporte el pago de una prima.

Durante el ejercicio se ha delegado el voto en las Juntas Generales de Accionistas de las siguientes compañías: AZKOYEN, GENERAL DE ALQUILERA DE MAQUINARIA, GLOBAL DOMINION, INMOBILIARIA DEL SUR, INVERSA PRIME, MIQUES Y COSTAS, OHL, TUBACEX, IBERPAPEL, ELECNOR, LLORENTE Y CUENTA Y SACYR.

6. INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS CNMV

Nada que indicar.

7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS

No aplica.

8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANÁLISIS

La Sociedad ha soportado durante el primer semestre del ejercicio 2023 gastos derivados de los servicios de análisis financiero sobre inversiones. Los servicios de análisis constituyen pensamiento original y proponen conclusiones significativas, que no son evidentes o

de dominio público, derivadas del análisis o tratamiento de datos, que pueden contribuir a mejorar la toma de decisiones de inversión para la Sociedad. Esta Sociedad Gestora elabora un presupuesto anual de gastos de análisis con la correspondiente asignación de los costes a soportar por cada IIC. La periodificación e imputación en el valor liquidativo de cada IIC de los gastos asignados se realiza diariamente. Los gastos de análisis soportados por la Sociedad en el primer semestre del ejercicio 2023 han ascendido a 46.000,00 euros, equivalentes a un 0,02% del patrimonio medio de la Sociedad durante el periodo mencionado.

9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS)

No aplica.

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVISIBLE DEL FONDO

De cara a la segunda mitad de 2023, estamos ya asistiendo a una desaceleración progresiva, ésta va a seguir siendo elevada si la comparamos con los objetivos de los Bancos Centrales que, en general, buscan que no supere el 2%.

Especialmente preocupante es ahora la evolución de la inflación subyacente que, como todos sabemos, excluye en su cálculo los elementos tradicionalmente más volátiles como energía y alimentos.

Europa ha entrado en el 2023 con una inflación subyacente por encima del 5% (el dato más fuerte desde la creación del euro) y esta realidad es la que los Bancos Centrales tienen que combatir por encima de cualquier otra consideración macroeconómica. En EE. UU., el mismo indicador está en el 6%, con la expectativa de que tienda a suavizarse algo en los próximos meses, pero con un problema adicional sobre Europa, que son las fuertes tensiones salariales.

Se estima que en EE. UU. hay un déficit de fuerza laboral de entre 3,5 y 4 millones de personas. Las razones son achacables al elevado nivel de actividad económica (de ahí la persistencia de la Fed en enfriar lo antes posible la economía) pero, sobre todo, atribuibles al hecho de que han desaparecido del mercado laboral muchos trabajadores que, por diferentes razones (fallecimientos por la pandemia, jubilaciones, regreso a sus países de origen, rigidez en los permisos de trabajo para inmigrantes, etc.), tienen hoy poca posibilidad de reemplazo. Es aquí donde creemos que va a existir más riesgo en cuanto a la persistencia e intensidad de la inflación en los próximos meses y, desde luego, esta es la razón principal por la que hoy creemos que los tipos de interés en EE. UU. pueden mantenerse elevados más tiempo del que inicialmente descuenta el mercado.

Adicionalmente, tenemos una segunda variable que va a seguir teniendo su impacto en el enfriamiento de la economía, que son los crecientes costes financieros para empresas y particulares.

La subida de los costes de financiación se irá reflejando paulatinamente según vayan venciendo o revisándose las condiciones actuales. En Europa el Euribor ha pasado en pocos meses del -0,5% al 3,3% y está en máximos de los últimos 14 años.

Tenemos además por delante un proceso de progresiva retirada de liquidez por parte de los Bancos Centrales, lo que en general tenderá a encarecer las emisiones de deuda. El BCE tiene en mente reducir su cartera de activos (Asset Purchase Programme) desde marzo del 2023 en adelante, a un ritmo mensual de unos 15.000 millones de euros hasta finales de junio (donde se darán nuevos objetivos para el tercer trimestre). La Fed lleva desde marzo del 2022 reduciendo sus activos y actualmente están bajando a un ritmo de 95.000 millones de dólares al mes (aproximadamente, un 1% de la cartera al mes).

Si sumamos los esfuerzos de los Bancos Centrales por mantener controlada la inflación a cualquier coste (necesidad de enfriar la economía) a los propios efectos que la inflación genera (menor renta disponible y mayores costes para las empresas) y a esto, además, unimos unos mayores costes de financiación, no es difícil visualizar un entorno de beneficios empresariales decrecientes.

Todavía hay un consenso generalizado de crecimiento de beneficios de cara al 2023 en EE. UU. (con crecimientos en el entorno del 4% para el S&P 500) y algo menores para Europa. EE. UU. sigue más caro en términos de múltiplos de beneficios que Europa, (17 y 13 veces beneficios respectivamente) entre otras razones, porque hay más compañías de crecimiento al otro lado del Atlántico.

Adicionalmente, en EE. UU. los beneficios han crecido con respecto al año previo a la pandemia (2019) a tasas anuales compuestas cercanas al 10% (lo que está muy por encima de su media normalizada de crecimiento, que suele acercarse más al 6%).

Nuestra preocupación de cara al 2023 se centra, sobre todo, en cómo se va a asentar el crecimiento económico en este nuevo contexto de tipos, inflación y retirada progresiva de liquidez por parte de los Bancos Centrales. Creemos que, evidentemente, las compañías (salvando sectores como el Bancario), tendrán que sentir en sus cuentas de resultados una menor propensión al consumo, mientras que, en paralelo, van a seguir soportando una inflación de costes que aún no han podido repercutir a precios.

En este contexto, mantenemos una posición relativamente conservadora para lo que son nuestros estándares de inversión, con coberturas sobre el S&P 500 y EURO STOXX 50.

No olvidemos que una subida general de los tipos de interés tiene muchos efectos colaterales, a parte de los mayores costes en sí. Entre otras, estas subidas suelen llevar aparejadas mayor aversión al riesgo, menor sensación de riqueza latente por la caída de valoración de muchos activos (acciones, activos reales, etc.), reducción del consumo, subida de los riesgos de impagos, etc.

Las generaciones actuales de empresarios y profesionales activos sólo han conocido inflación y tipos de interés bajos o a la baja.

Llevamos más de 30 años de bajadas de tipos de interés y, aunque no sabemos ni podemos predecir donde estarán los tipos de interés en unos años, lo que sí tenemos claro es que por primera vez en mucho tiempo estamos sufriendo las consecuencias de una inflación no vista desde más de 40 años. Esto nos hace pensar que la vuelta a políticas monetarias más ortodoxas y acordes con los cánones de la que podríamos denominar antigua economía donde, entre otras cosas, el que pide dinero prestado acostumbra a pagar un interés razonable a aquel que se lo presta (y no al revés), está aquí para quedarse más tiempo del que muchos podemos pensar.

Esto implica, entre otras muchas cosas, que empresas y particulares tendrán que ir poco a poco volviendo a la disciplina de unos endeudamientos más acordes con la nueva realidad y a valorar más cuidadosamente la rentabilidad de las nuevas inversiones, ahora que el coste de la deuda y el del capital exigen unos mayores retornos. Esta vuelta a una mayor ortodoxia financiera es posible que sea aún lenta (hay una inercia muy importante de muchos años de dinero muy barato) pero creemos que va a ser imparable.

Parte de esta vuelta a la normalidad la estamos viendo desde hace algunos meses en la propia banca que, tras décadas de beneficios deprimidos, parece que por fin puede empezar a ganarse la vida haciendo lo que tradicionalmente hacen los bancos: alquilar dinero a un tipo de interés que justifique el riesgo que está asumiendo.

10. Información sobre las políticas de remuneración

Sin información

11. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total

Sin información