

LA MUZA INVERSIONES SICAV SA

Nº Registro CNMV: 425

Informe Semestral del Segundo 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 predeterminación 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	0,25	0,36	0,61	0,64
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	4,21	3,17	3,69	-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	3.658.865,00	3.810.750,00
Nº de accionistas	217	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 periodo (EUR)		
		Mín	Máx	Fin de periodo
Período del informe	211.926	53,4691	58,2833	57,9213
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							
Periodo			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,50		0,50	1,00		1,00	Patrimonio	

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Periodo	Acumulada	
0,03	0,05	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
11,53	3,54	4,12	-1,49	5,02	9,56	38,04	-3,08	-17,64

Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

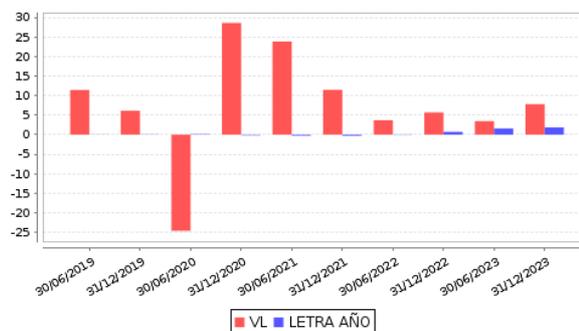
Acumulado 2023	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2022	2021	2020	2018
1,11	0,28	0,28	0,28	0,27	1,10	1,16	1,15	1,18

(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	208.348	98,31	198.281	96,84
* Cartera interior	137.281	64,78	139.119	67,95
* Cartera exterior	70.687	33,35	59.041	28,84
* Intereses de la cartera de inversión	380	0,18	120	0,06
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	118	0,06	918	0,45
(+/-) RESTO	3.461	1,63	5.552	2,71
PATRIMONIO	211.926	100,00	204.751	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	204.751	200.535	200.535	
+/- Compra/ venta de acciones (neto)	-4,10	-1,29	-5,37	212,46
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	7,56	3,30	10,83	125,92
(+/-) Rendimientos de gestión	8,20	3,92	12,08	106,19
+ Intereses	0,30	0,22	0,52	31,01
+ Dividendos	1,07	1,20	2,27	-11,85
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,04	0,09	0,13	-50,47
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	8,48	6,70	15,16	24,74
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	-1,69	-4,25	-5,96	-60,81
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Otros resultados	-0,01	-0,04	-0,05	-84,21
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,64	-0,64	-1,28	-0,62
- Comisión de gestión	-0,50	-0,50	-1,00	0,20
- Comisión de depositario	-0,03	-0,02	-0,05	0,20
- Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,03	-0,05	-4,54
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	-0,01	12,25
- Otros gastos repercutidos	-0,09	-0,09	-0,17	-4,75
(+) Ingresos	0,01	0,02	0,03	-48,22
+ 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	0,01	0,02	0,03	-48,22
+/- Revalorización inmuebles uso propio y result. por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO ACTUAL	211.926	204.751	211.926	

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	3.800	1,79	11.400	5,57
ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		3.800	1,79	11.400	5,57
RFIJA OHL OPERACIONES 9.75 2026-03-31	EUR	2.231	1,05	2.134	1,04
Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		2.231	1,05	2.134	1,04
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	2.071	0,98	1.998	0,98
ACCIONES DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE	EUR			521	0,25
ACCIONES ACERINOX SA	EUR	5.735	2,71	5.234	2,56
ACCIONES LORENTE & CUENCA SA	EUR	933	0,44	1.207	0,59
ACCIONES OBRASCON	EUR	2.273	1,07	3.623	1,77
ACCIONES REPSOL SA	EUR	16.617	7,84	16.469	8,04
ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	6.151	2,90	4.682	2,29
ACCIONES TUBACEX SA	EUR	9.423	4,45	7.188	3,51
ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	2.113	1,00	1.233	0,60
ACCIONES CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FE	EUR			3.905	1,91
ACCIONES SACYR SA	EUR	12.942	6,11	14.287	6,98
ACCIONES GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	5.015	2,37	6.759	3,30
ACCIONES SINGULAR PEOPLE	EUR	3.945	1,86	1.788	0,87
ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	5.511	2,60	5.389	2,63
ACCIONES UNICAJA BANCO	EUR	4.838	2,28	5.235	2,56
ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	8.581	4,05	7.566	3,70
ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(EUR	2.840	1,34	3.538	1,73
ACCIONES AC.ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	1.173	0,55	745	0,36
ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	19.694	9,29	8.374	4,09
ACCIONES ALMIRALL SA	EUR	1.040	0,49		
ACCIONES ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	2.498	1,18	2.579	1,26
ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR			2.316	1,13
ACCIONES SACYR SA	EUR			375	0,18
ACCIONES PARLEM TELECOM SA	EUR			141	0,07
ACCIONES AZCOYEN	EUR	5.620	2,65	4.815	2,35
ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	2.759	1,30	2.916	1,42
ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	9.445	4,46	7.884	3,85
ACCIONES GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR			4.784	2,34
RV COTIZADA		131.217	61,92	125.552	61,32
ACCIONES ALLIANZ, CMA. DE SEGUROS Y REAS	EUR	33	0,02	33	0,02
RV NO COTIZADA		33	0,02	33	0,02
RENDA FIJA COTIZADA		2.231	1,05	2.134	1,04
RENDA FIJA		6.031	2,84	13.534	6,61
RENDA VARIABLE		131.250	61,94	125.585	61,34
INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		137.281	64,78	139.119	67,95
RFIJA INTERNATIONAL GA 7.25 2027-02-01	USD	690	0,33		
Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		690	0,33		
ACCIONES NAVIGATOR	EUR	2.438	1,15	2.133	1,04
ACCIONES HGEARS AG	EUR	314	0,15	412	0,20
ACCIONES ATALAYA MINING PLC	GBP	17.885	8,44	15.533	7,59
ACCIONES MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	3.031	1,43	2.186	1,07
ACCIONES DANIELI AND C OFFICINE MECCANIC	EUR			490	0,24
ACCIONES MERCEDES BENZ GROUP	EUR	3.675	1,73	4.328	2,11
ACCIONES NABALTEC AG (NTG GY)	EUR	626	0,30	626	0,31
ACCIONES FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD	3.016	1,42	2.812	1,37
ACCIONES KATEK SE	EUR	1.284	0,61	1.702	0,83
ACCIONES QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	3.812	1,80	5.301	2,59
ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	19.278	9,10	12.433	6,07
ACCIONES GRUPO HOTELERO SANTA FE	MXN	908	0,43	1.935	0,95
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	4.980	2,35	4.767	2,33
ACCIONES GALP ENERGIA SGPS SA	EUR			2.090	1,02
ACCIONES GREENVOLT ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR	1.500	0,71	1.121	0,55
ACCIONES RHI MAGNESITA NV	GBP			1.183	0,58
ACCIONES DUFREY AG	CHF			730	0,36
ACCIONES BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	6.744	3,18		
RV COTIZADA		69.489	32,80	59.782	29,21

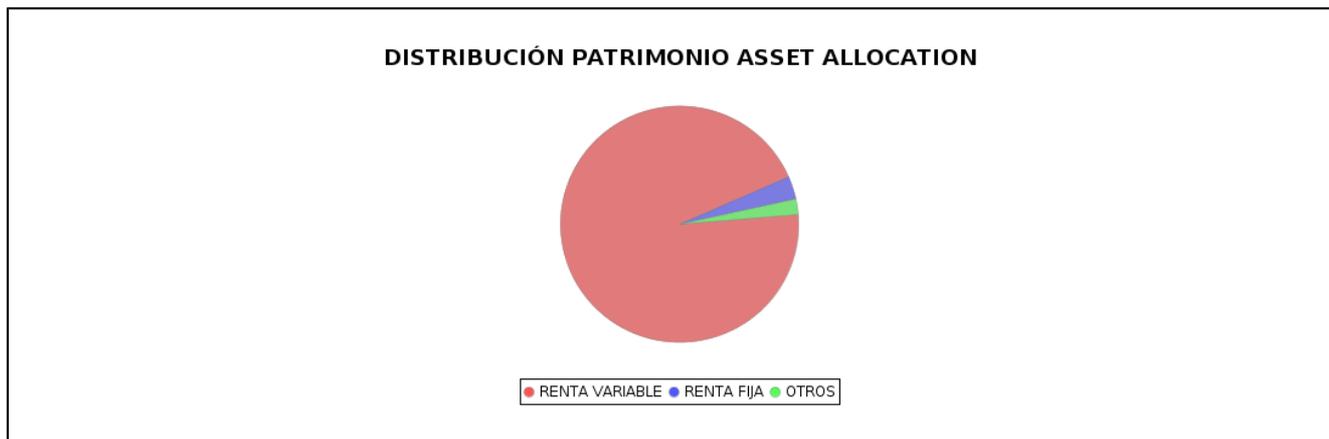
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
RENDA FIJA COTIZADA		690	0,33		
RENDA FIJA		690	0,33		
RENDA VARIABLE		69.489	32,80	59.782	29,21
INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		70.179	33,13	59.782	29,21
INVERSIONES FINANCIERAS		207.460	97,91	198.901	97,16
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
S&P 500 INDEX	Compra de opciones "put"	55.040	Inversión
Total Otros Subyacentes		55.040	
S&P 500 INDEX	Futuros vendidos	52.406	Inversión
Total Otros Subyacentes		52.406	
TOTAL DERECHOS		55.040	
TOTAL OBLIGACIONES		52.406	

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

No ha tenido ningún tipo de hechos relevantes

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 unico accionista con mas del 20% de la SICAV con un 25,12% de participacion con un total de 919.227 acciones
Se han realizado operaciones repo en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador
Tipo medio aplicado en repo con el resto del grupo del depositario: 3,62
Durante el trimestre se han llevado a cabo operaciones vinculadas consideradas repetitivas o de escasa relevancia
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 3,9985%.

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

La SICAV ha cerrado el año 2023 con una rentabilidad del 11,5%. Por un lado, nuestras inversiones se han comportado razonablemente bien, apoyadas de manera general en el buen comportamiento de los mercados tanto Europa como en EE. UU. Al mismo tiempo, tenemos que reconocer nuestra frustración por el estado de complacencia de los mercados frente a unas valoraciones, principalmente en EE. UU., que nos siguen pareciendo excesivas, teniendo en cuenta el entorno general de crecimiento de la economía (ralentización) y el contexto probable de tipos de interés a medio plazo.

Esta visión nos ha hecho mantener a lo largo del año posiciones de protección sobre índices (fundamentalmente S&P 500 y en menor medida Eurostoxx 50) que han drenado una cantidad significativa de rentabilidad (más de un 6%) a nuestro vehículo.

Siempre hemos defendido y lo seguimos haciendo, que es un ejercicio complejo intentar anticipar la evolución de los mercados basados en predicciones estrictamente macroeconómicas. Hay infinidad de imponderables que pueden hacer que tus predicciones sean incorrectas, o que, siendo correctas, se distancien mucho en el tiempo, lo que en ambos casos produce resultados no deseados, al menos a corto plazo.

Lo que ha sucedido en el 2023 ha sido probablemente un buen ejemplo de esto último.

La razón que nos ha llevado a ir contra nuestra disciplina de no intentar anticipar movimientos de mercado basados en realidades macroeconómicas es el hecho de que, en esta ocasión, los riesgos a los que eventualmente nos podríamos haber enfrentado podían haber sido lo suficientemente severos como para hacernos asumir el riesgo de no estar en lo cierto.

Una serie de factores han estado detrás del buen comportamiento de los mercados, particularmente en EE. UU. El primero y más evidente es que no se ha producido una recesión de la economía (aunque si hemos tenido y seguimos teniendo indicadores de desaceleración en ambos lados del Atlántico).

Otro factor que indudablemente afectó a los mercados muy positivamente, sobre todo en el último tramo del año 2023, fueron unos datos de inflación más contenidos (aunque aún lejos de los objetivos de los bancos centrales), lo que propició cambios de discurso relativamente bruscos por parte de la Fed en cuanto a no sólo no seguir subiendo tipos de interés sino a posibles bajadas a lo largo del 2024 (cinco bajadas en el conjunto del año), provocando un fuerte rally, tanto en la deuda como en algunos sectores de la renta variable. Toda esta recuperación de los mercados se ha dado a pesar de que siguen observando, como mencionábamos anteriormente, muchos indicadores de ralentización económica tanto en EE. UU. como en Europa.

El mercado descuenta ya una bajada sensible de tipos de interés y una contención de la inflación. ¿ Nos parece un poco precipitado.

Una de las cuestiones importantes de cara al 2024, una vez se calme un poco la euforia sobre las posibles bajadas de tipos de los próximos meses, es si efectivamente se consolida la senda de corrección de la inflación (nosotros no somos aun tan optimistas como el mercado) y en qué medida son por tanto razonables las bajadas de tipos previstas para este año.

Es pronto desde nuestro punto de vista para certificar la existencia de una senda controlada de inflación que haga pensar que los tipos de interés van a empezar a descender al ritmo que descuentan los mercados. La razón detrás de nuestro escepticismo está en lo que se denomina super core inflation, que incluye los precios de servicios excluyendo vivienda y energía. Este indicador mide el impacto que tienen las subidas salariales en los precios de los servicios (los salarios son la principal fuente de coste en los servicios).

Durante una gran parte del 2021 y 2022, la inflación estuvo sustentada por la evolución de los precios de energía y su traslación a los precios de los productos. Desde la última parte del año 2022 y sobre todo en el 2023, han sido los salarios, los que más han tensionado la inflación. Esto se ve en los servicios ya que es un sector muy sensible a las subidas salariales.

El descenso en los niveles de inflación vivido en el año 2023 se ha debido fundamentalmente a la normalización de las cadenas de suministro y la caída de los precios de la energía. Sin embargo, se sigue sufriendo una inflación elevada en los servicios, la más persistente y complicada de abatir, máxime en un contexto de mercado laboral muy tensionado como es el estadounidense donde, sin ir más lejos, las revisiones salariales de cara a este año 2024 están, según diversas fuentes estadísticas, en el entorno del 4%.

La deuda, el déficit y la reducción de balance de los bancos centrales. Implicaciones para la posible evolución de las rentabilidades de la deuda.

Otro frente que también incumbe a la futura evolución de la rentabilidad de la deuda tiene que ver con el apetito inversor ante las fuertes emisiones de los bancos centrales a lo largo del año 2024. En estos últimos años y especialmente desde la pandemia, los bancos centrales habían copado gran parte de las compras de deuda pública. La retirada progresiva como compradores de dicha deuda (QT - Quantitative Tightening) deja un espacio que tiene que ser cubierto por los compradores naturales de estos activos, sobre todo, inversores institucionales. Será cuanto menos interesante observar el comportamiento de los denominados Bond Vigilantes (la acción que ejercen/exigen sobre las rentabilidades de los bonos los grandes compradores institucionales), no siendo descartable, desde luego, que estos compradores puedan presionar nuevamente al alza las rentabilidades.

El déficit de muchas economías desarrolladas, empezando por EE. UU. (en cifras cercanas al 6% o 1,7 trillones de dólares) y terminando por muchos países de la UE, está aún lejos de los objetivos y equilibrios razonables, máxime en un entorno de tipos más caros.

El pago de intereses por la deuda en EE. UU. se ha prácticamente duplicado desde la pandemia, pasando de unos 500 billones de dólares a cerca de 1 trillón.

Esta cifra de intereses actualmente representa un porcentaje cercano al 2% del PIB americano y, de seguir la tendencia, se estima que podría superar el 3% en el año 2026, lo que supondría acercarse a los niveles máximos de los años 90.

Otras muchas economías tienen sus niveles de endeudamiento ampliamente por encima del 100% del PIB, en un entorno de tipos que mucho nos tememos va a seguir encareciendo el coste de financiación de los países según se sigan renovando las emisiones. Estados Unidos está actualmente en el 120% de endeudamiento sobre PIB, el nivel más elevado de los últimos 60 años.

En este contexto, la cantidad de deuda que este año va a ir a parar a instituciones y particulares va a depender en cierta medida del ritmo al que la Fed y otros bancos centrales sigan encogiendo su balance. Desde mayo del 2022, fecha en la que la Fed empezó a reducir su balance, hasta finales del 2023, el saldo se ha reducido en tan sólo 1,3 trillones de dólares de los 5 trillones que incrementaron. Se empiezan a oír ya declaraciones afirmando que, una vez la inflación de síntomas de enfriamiento, quizás sea el momento adecuado para que la Fed reduzca el ritmo de reducción de su balance.

Siendo este año 2024 un año electoral, no es descabellado pensar en una parada del QT para no generar tensiones innecesarias en las nuevas emisiones de deuda que, no sólo tendrán que cubrir vencimientos, sino que también tendrán que financiar el 6% de déficit previsto, o 1,7 trillones de dólares de nueva deuda.

Por el contrario, si la inflación no responde correctamente, la Fed eventualmente tendría que seguir reduciendo su balance a los ritmos actuales (unos 65 billones de dólares al mes) y esto podría presionar o mantener al menos las yields elevadas durante más tiempo del que la gente anticipa.

¿Soft landing? Demasiado optimista

¿Cabe pensar en bajadas de tipos, relajación del QT, contención de la inflación y una no excesiva ralentización de la economía, todo al mismo tiempo?

La narrativa actual sobre un soft landing, donde todos los astros están alineados para que la economía y los resultados empresariales no pierdan fuelle, la inflación siga corrigiendo y se puedan bajar tipos sin riesgo a que volvamos a ver presiones inflacionistas es lo que parece quisieron descartar los mercados a finales del año 2023. Nuestra visión es algo más prudente en cuanto a la posible evolución de la inflación, los resultados empresariales y la relajación de los tipos de interés de cara a este año 2024.

La historia no tiene por qué repetirse, pero a veces tiende a comportarse de manera muy similar. Si se consolidara finalmente la bajada de la inflación y los tipos de interés, sería muy probable anticipar también una corrección en los beneficios empresariales (lo que por cierto debería producir ajustes en la valoración de muchos sectores de la renta variable).

No es casualidad que históricamente coincida el comienzo de bajadas de tipos de interés con caídas en los resultados empresariales pocos meses después. Quizás sea justamente este razonamiento el que este detrás del cambio de discurso de la Fed a finales del año pasado. Casualmente hace unos días (16 de enero) se publicó el peor dato de actividad manufacturera en el Estado de Nueva York de los últimos 30 años (exceptuando los peores meses de la pandemia), además de otros muchos indicadores que están mostrando ralentización en las principales economías.

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 +6,71% en el periodo, que compara con un +3,54% de la SICAV, es decir, un diferencial en rentabilidad de 3,18%. La cobertura drenó rentabilidad a la cartera, en un trimestre en el que las bolsas subieron.

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

El patrimonio sube desde 200,5 millones de euros hasta 211,9 millones de euros, es decir un 5,69%. El número de accionistas sube desde 214 unidades hasta 217 unidades. La rentabilidad en el trimestre ha sido de un +3,54%. La rentabilidad de la Letra del Tesoro a un Año para este periodo ha sido de 0,70%.

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

La rentabilidad de la SICAV hasta el 31/12/2023 ha sido del +11,53%, que compara con el +9,29% del fondo (MUZA, FI).

2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo

Durante el cuarto trimestre, hemos aumentado inversiones en Almirall, Azkoyen, Befesa, Elecnor, Ence, Iberpapel, Singular People, mientras que redujimos en Global Dominion, Grupo Hotelero Santa Fe, OHLA, Quálitas y Sacyr. También, salimos de CAF y RHI

Magnesita. Salvo Elecnor, 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.

d) Otra información sobre inversiones

Valores no cotizados: - 1.100 acciones ALLIANZ CIA SEG por un valor a 31/12/23 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 31/12/2023 ha sido del 10,27%, que compara con el 0,13% 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 partícipes 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 partícipes 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 ALQUILER DE MAQUINARIA, GLOBAL DOMINION, INMOBILIARIA DEL SUR, INVESA PRIME, MIQUEL Y COSTAS, OHL, TUBACEX, ELECNOR, LLORENTE Y CUENCA, SACYR E IBERPAPEL.

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 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 ejercicio 2023 han ascendido a 92.000,00 euros, equivalentes a un 0,04% del patrimonio medio de la Sociedad durante el ejercicio.

9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS)

No aplica.

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVISIBLE DEL FONDO

De cara al 2024, debemos asumir que el escenario menos probable sea el de que todo se va a ir asentando de manera ordenada (soft landing). Nuestra visión, algo más prudente, sería la de pensar en dos posibilidades:

1. Tipos a la baja por un claro enfriamiento, tanto de la economía como de las presiones inflacionistas, con el consecuente impacto que esto tiene en los resultados empresariales y en las valoraciones de la renta variable.

2. Un segundo escenario donde no haya enfriamiento de la economía y la inflación no ceda tan fácilmente (especialmente, la super core), lo que pondría mucha presión en los bancos centrales para no precipitarse con bajadas de tipos. Aquí volvería a sufrir la deuda pública y sobre todo el segmento growth de la renta variable. Por cierto, las compañías de valor vuelve a estar en mínimos históricos de comportamiento respecto a las compañías de crecimiento.

No estamos, por tanto, excesivamente cómodos con la realidad que nos rodea. Vemos poco prudente asumir una solución al problema de la inflación que no pase por un periodo prolongado de enfriamiento de la economía, lo que a su vez nos hace pensar en que las valoraciones de muchas compañías tienen que tender a ajustarse, no sólo a un crecimiento económico menor sino también a unos tipos de interés que van a permanecer más elevados durante más tiempo del que muchos descuentan.

En este contexto, sabemos que nuestras inversiones pueden sufrir a corto plazo ya que, aunque tenemos compañías que no tienen riesgo de valoración (más bien lo contrario), navegamos en unos mercados que, eventualmente, pueden pasar de la complacencia al otro extremo, lo que nos lleva a seguir manteniendo un cierto nivel de protección en nuestras carteras.

10. Información sobre las políticas de remuneración

Información sobre remuneraciones, conforme al artículo 46bis de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, modificada por la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado: (a) La cuantía total de la remuneración abonada por la sociedad gestora a su personal en 2023 ha sido de 808.502,98 euros, siendo en su totalidad correspondiente a remuneración fija, por tanto, sin retribución variable. A 31 de diciembre de 2021 los empleados que figuran en plantilla de la sociedad gestora son 7. La totalidad de éstos son beneficiarios de una remuneración fija y ninguno son beneficiarios de una remuneración variable. Ninguna de las remuneraciones al personal se ha determinado como una participación en los beneficios de las IIC obtenida por la SGIIC como remuneración por su gestión. (b) A 31 de diciembre de 2023 el número total de altos cargos dentro de la SGIIC, siendo además responsables de asumir riesgos, es de 7. La remuneración fija de este colectivo, como queda indicado en el anterior punto a), ha ascendido a 808.502,98 euros,

sin retribución variable alguna. (c) La remuneración durante el ejercicio está formada únicamente por un componente de carácter fijo para todos los empleados, vinculado a los conceptos y criterios establecidos por el Convenio Colectivo de Oficinas y Despachos y un componente voluntario o gratificación, en función de la responsabilidad. (d) La Sociedad Gestora dispone de una política específica de remuneraciones e incentivos donde se establecen sus principios generales, los criterios para la determinación de la retribución global, así como los componentes de retribución fija y, en su caso, variable, que componen ésta última.

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

Sin información