



Carta Mensual MUZA, FI

octubre 2021





MUZA, FI

Carta mensual, 31 de octubre de 2021

Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una subida en octubre del **6,51%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€14,21 por acción** (nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, subió un 4,67%). La rentabilidad en el año se sitúa en el **34,49%** frente al 21,55% del índice de referencia.

Desde su **inicio** en junio de 2019, el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+42,1%** y una rentabilidad anualizada del **+16,0%**, frente al +29,8% y al +11,7%, respectivamente, del índice de referencia.

Atribución de resultados

Los 5 principales **contribuidores** y **detractores** en el mes fueron los siguientes:

Contribuidores		Detractores	
Atalaya	4,91%	hGears	(0,54%)
Sacyr	1,68%	Ence	(0,24%)
Indra	0,95%	Repsol	(0,20%)
LLYC	0,76%	Befesa	(0,19%)
Danieli	0,69%	Nabaltec	(0,17%)

Atalaya sigue beneficiándose de un entorno de precios del cobre muy positivo. El precio medio en lo que va de año ha cotizado un 50% por encima del promedio de los últimos 4 años. Adicionalmente, la compañía presentó resultados del tercer trimestre recientemente y anunció su primer dividendo desde que empezó a cotizar (0,29 libras por acción para 2021), lo que representa una rentabilidad por dividendo del 7% a precios de cierre de octubre. A su vez, comunicaron la política

de reparto futuro de dividendos que estará entre el 30% y el 50% del beneficio neto. De mantenerse los actuales precios del cobre, esta política de dividendos supondría una rentabilidad cercana al doble dígito. En nuestra anterior carta ya comentamos un poco nuestra visión sobre los precios del cobre a medio plazo y las razones por las que entendemos que deberían mantenerse en unos niveles razonablemente próximos a los actuales para atender a la creciente demanda.

A lo largo de octubre tuvo lugar el “Investor Day” de Sacyr, que se centró fundamentalmente en la división de Concesiones. La compañía actualizó la valoración de los activos concesionales y presentó el plan de crecimiento hasta el año 2025. Fue una presentación positiva que generó buenas expectativas (ha subido más de un 15% desde entonces) y creemos se empieza a visualizar el valor oculto que estos activos tienen en la compañía, razón que sustenta que Sacyr sea actualmente una de nuestras principales inversiones.

Rotación de posiciones

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
	Altri	Caixabank	
	Atalaya		
	OHLA		
	Sacyr		

Actualmente, estamos invertidos en **42 compañías**, con un nivel de inversión del **99,0%**. Las 20 inversiones más relevantes suponen más del 75% del patrimonio del fondo.



Inflación

Hablar de macroeconomía implica casi siempre, entrar en el mundo de lo “impredicable”. Son muchas las veces que recibimos preguntas sobre como vemos la economía, si somos optimistas o pesimistas con el contexto macro que nos rodea y, sinceramente, creemos que pocas veces hubiéramos acertado con lo que a la postre ha sido la realidad macroeconómica. En coherencia con lo anterior, creemos que podemos decir que prácticamente ninguna de las decisiones de inversión que hemos tomado en los últimos 20 años han estado basadas en una visión macroeconómica determinada. Por supuesto intentamos entender cómo nos puede afectar el entorno macroeconómico, pero al final de este proceso, nuestra decisión de invertir o no se reduce al perímetro de lo que podemos comprender y manejar, que no es otra cosa que nuestras compañías.

Predecir que va a pasar con la inflación es uno de esos temas que sobrepasa en gran medida nuestras capacidades y no sólo las nuestras, sino las de muchos economistas (las previsiones de consenso de inflación para 2021 a principios de año en EE.UU estaban en el del 2%, a día de hoy, van ya por encima 4,5%).

Pensar que tras la mayor pandemia que ha sufrido la economía desde principios del siglo XX, nos encontraríamos con uno de los episodios inflacionistas más elevados de los últimos 40 años era cuanto menos poco intuitivo. Este error de cálculo por parte de instituciones y

economistas de cara al 2021, no se debe a la incapacidad de los mismos para elaborar complejos modelos y estimaciones, sino a lo complejo que es en sí mismo estimar como se va a comportar el mundo. Como decía John Galbraith, “las predicciones económicas hacen de la astrología una ciencia respetable”.

Habiendo hecho este pequeño “disclaimer” sobre las predicciones, entremos un poco en materia.

Se habla mucho sobre si la inflación actual es coyuntural, debido fundamentalmente al hecho de que las economías desarrolladas se encuentran en un “atasco productivo”, al tener que recomponer los inventarios que se destruyeron durante los meses más duros del Covid, o si por encima de este evento, que por cierto nadie sabe bien cuánto tiempo durará, existen elementos que nos van a llevar a una inflación más estructural. Para nosotros la respuesta es sencilla: no lo podemos predecir con certeza.

Argumentos a favor de una situación coyuntural son evidentes ya que hay un tensionamiento de precios teóricamente transitorio provocado por una alta demanda de producción. Esta realidad está estresando y colapsando las cadenas de producción y la logística mundial hasta unos niveles inimaginables.

La capacidad productiva y logística de las economías no está dimensionada para atender simultáneamente la demanda inmediata y al mismo tiempo reconstruir inventarios.

Inflación (cont.)

En una economía productiva equilibrada, la demanda inmediata de productos es generalmente atendida con los inventarios y la demanda futura se atenderá con la producción de inventarios que se fabrican en el presente. De manera que los inventarios funcionan habitualmente como “amortiguadores” entre la oferta y demanda, y son especialmente útiles cuando tienen que absorber picos de demanda como los actuales.

Una fuerte recuperación de la demanda como la ocurrida en este año 2021 enfrentada a unos bajos niveles de inventarios (durante el COVID se redujeron artificialmente ante la incertidumbre económica), provoca el fuerte tensionamiento que estamos viviendo.

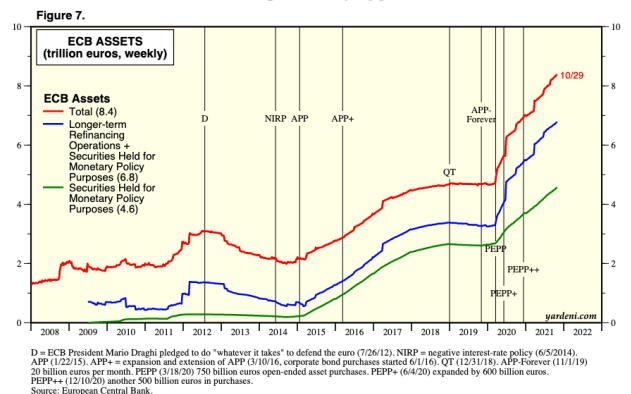
En esta situación de congestión productiva en la que nos encontramos, es lógico que se tensionen los precios, máxime si ésta, va acompañada de un atasco logístico que dificulta aun más el normal tránsito de mercancías por el mundo. Esta situación debería normalizarse en los próximos meses, una vez se vayan equilibrando los inventarios, relajando presumiblemente la parte “coyuntural” de la inflación.

En paralelo, estamos asistiendo a una realidad de inflación mucho más estructural, que no es otra que la que se refiere a la expansión monetaria llevada a cabo por los bancos centrales. La Reserva Federal, desde finales del

año 2019 hasta el cierre del mes de octubre de este año, ha emitido mas de 4 trillones de dólares (es decir, 4 millones de millones de dólares), hasta los 8,5 trillones de dólares actuales. Para poner esta cifra en contexto, este incremento equivale a unos 12.000 dólares por estadounidense. A modo de referencia previa, en el transcurso de la crisis financiera (2008-2012) el balance de la reserva se expandió “tan sólo” en 2 trillones, luego, en algo más de un año de pandemia, se ha más que duplicado la expansión monetaria de la crisis financiera, y a diferencia de lo que ocurrió en aquel entonces, en esta ocasión, gran parte de ese dinero se ha inyectado “en vena” a la economía (ha ido a parar físicamente a los bolsillos de los americanos).

Esta fuerte expansión monetaria se ha reproducido en las principales economías desarrolladas. El BCE ha pasado también de los algo más de 4 trillones previos al Covid (2019) a más de 8 trillones en 2021.

ECB in Euros





Inflación (cont.)

Es algo cierto y conocido, por tanto, que en estos momentos hay una cantidad mucho mayor de billetes (dólares, euros, libras, etc.) persiguiendo los mismos activos, lo que de facto genera una inflación estructural.

En resumen, estamos asistiendo a la confluencia de dos tipologías de inflación: 1) inflación de costes (“cost-push inflation”) y 2) inflación de demanda (“demand-pull inflation”). La primera se podría atribuir actualmente más a razones “coyunturales” y la segunda más a razones “estructurales” aunque ambas se relacionan y retroalimentan.

Ahora la incógnita es entender cómo se va a solucionar el posible “bucle inflacionario” que eventualmente se produzca cuando la fuerte inflación de costes que estamos sufriendo se traslade en subidas salariales (la primera incógnita es si se va a trasladar), y éstas a su vez presionen los márgenes de las empresas, que se verán obligadas a subir precios, generando una segunda oleada de inflación que a su vez genera nueva inflación que debe trasladarse a salarios, entrando en una peligrosa espiral de subidas de precios.

En una coyuntura macro ortodoxa, los bancos centrales actuarían sobre esta espiral implementando subidas de tipos con la pretensión de enfriar la economía. Pero a día de hoy, a nadie se le escapa la enorme dificultad que entrañaría para muchos países, una subida de tipos de interés hacia tasas más acordes con la inflación que estamos viviendo y esta dificultad se debe al enorme endeudamiento que la mayoría de las economías desarrolladas han tenido que asumir durante la pandemia (endeudamiento

que en muchos casos ya era muy alto antes de la pandemia).

Cómo se van a comportar los Bancos Centrales, cómo de pronto o tarde van a retirar sus intervenciones en los mercados de deuda y cuánto y cuándo podrían subir tipos en caso de que la inflación se muestre más perenne, son cuestiones para las que no tenemos respuesta. Nuestra visión por ahora, es que los bancos centrales van a tener muy difícil poder implementar subidas de tipos significativas, por el enorme déficit que esto añadiría a las arcas públicas cuando tuvieran que dedicar una cantidad sustancialmente superior a la actual a pagar los intereses de la deuda.

Resumiendo lo dicho hasta ahora, no podemos sino reiterar nuestra incapacidad para poder predecir con exactitud cómo se va a comportar la inflación y que consecuencias puede tener esto en la economía a corto y medio plazo.

¿Qué cabe hacer en este contexto entonces?. Desde el punto de vista de una estrategia de inversión, una cosa es que no podamos predecir con exactitud y certeza y otra distinta, es que no tratemos de estar preparados en caso de que se perpetúen las actuales presiones inflacionistas (si no podemos predecir, por lo menos, estemos preparados).

Evidentemente una forma de prepararse para un evento de corto plazo como el que podría darse, de perpetuarse una elevada inflación y asistir a subidas de tipos, (hecho que tendría un efecto a corto plazo negativo en las valoraciones de muchos activos), sería estar en una elevada posición de liquidez que minimizara las correcciones del mercado en el corto plazo.



MUZA, FI

Carta mensual, 31 de octubre de 2021

Inflación (cont.)

El problema de esta decisión, como ya hemos comentado en muchas ocasiones, es el “timing” sobre cuándo iniciarla y el coste de oportunidad de no tener invertido ese dinero si tus hipótesis tardan en cristalizarse o simplemente, nunca se convierten en realidad.

Nosotros no creemos que seamos capaces (y de hecho nunca lo hemos hecho) de gestionar correctamente el “timing” de posiciones elevadas de liquidez.

Una mala decisión sobre una posición permanente y prolongada de elevada liquidez puede suponer un coste de oportunidad significativo. Invertir en una elevada liquidez sobre la base de hechos no predecibles puede suponer un riesgo a veces mayor, que aquel del que quieres protegerte. Esto es especialmente cierto si el riesgo del que que nos queremos defender es la inflación y vamos a intentar explicar por qué.

Si obviamos por un segundo el corto plazo y pensamos a medio y largo, sabemos que lo que mejor protege a un inversor de periodos prolongados de inflación (de la pérdida de poder adquisitivo que esto conlleva) es una cartera de activos reales que “inflacionen” con la economía. Existen infinidad de activos reales (metales preciosos, materias primas, inmobiliario, etc.), son todos activos tangibles y su valor procede de las cualidades físicas que contienen, algunos son

sustancias naturales como el petróleo y otros son activos procesados por el hombre como por ejemplo una máquina o un edificio.

Aunque las acciones cotizadas son clasificadas generalmente como activos financieros, la realidad es que en la mayoría de los casos representan la parte alícuota de un activo real, de manera que, si inviertes en acciones de una compañía minera o de una Inmobiliaria, tienes una proporción económica de ese activo, lo que a de facto convierte esas acciones en un “activo real”.

Llegados a este punto, la exposición que tenemos a través de nuestras inversiones a activos reales es muy relevante.

Podríamos entrar a valorar qué negocios o activos se defienden mejor o peor, con qué rapidez puede uno u otro repercutir subidas de precios y en qué medida le afectan los tipos de interés a corto, medio o largo plazo, pero, al final de todo ese debate, los propietarios de acciones de un vehículo como este fondo, son a su vez propietarios de un número de compañías que tienen y operan una gran diversidad de activos reales. Dichos activos operan a su vez en una estructura económica global y si esa estructura económica genera inflación, las compañías antes o después también lo hacen (sino morirían).



MUZA, FI

Carta mensual, 31 de octubre de 2021

Conclusión

En resumen, estar preparados para un contexto macroeconómico inflacionista es algo que, por nuestra filosofía inversora, en la que estamos permanentemente invertidos con exposición a una gran diversidad de activos, ocurre de manera natural.

No vemos mejor cauce para protegernos de episodios inflacionistas que el de seguir invirtiendo en compañías que se defienden bien de la inflación a medio y largo plazo. Somos conscientes de que el peaje a pagar a corto plazo ante una eventual y continuada subida de tipos es que muchas de las valoraciones de nuestros activos sufran, pero también somos conscientes de que esto puede tardar mucho más tiempo del que todos estimamos y ese coste de oportunidad podría ser muy superior como hemos dicho antes al propio evento del que queremos protegernos.

Tenemos claro por tanto, que NO sabemos cuánto de largo y cómo de intenso va a ser este periodo inflacionario. Sabemos también, que NO sabemos cómo de incipiente y con qué intensidad pueden subir los tipos de interés (aunque nos cuesta ver actuaciones muy agresivas por parte de los bancos centrales).

Sí sabemos que, ante un escenario de persistente inflación, la única manera de neutralizarlo es estar invertido en activos reales

que, por otra parte, son los activos que forman parte del día a día de nuestras carteras.

Y por último, y aún sabiendo que NO sabemos gestionar correctamente posiciones de liquidez elevadas, sí creemos que, en el actual contexto de mercado, es posiblemente prudente mantener un nivel de liquidez algo superior al que habitualmente acostumbramos.



MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de octubre de 2021

Principios de inversión

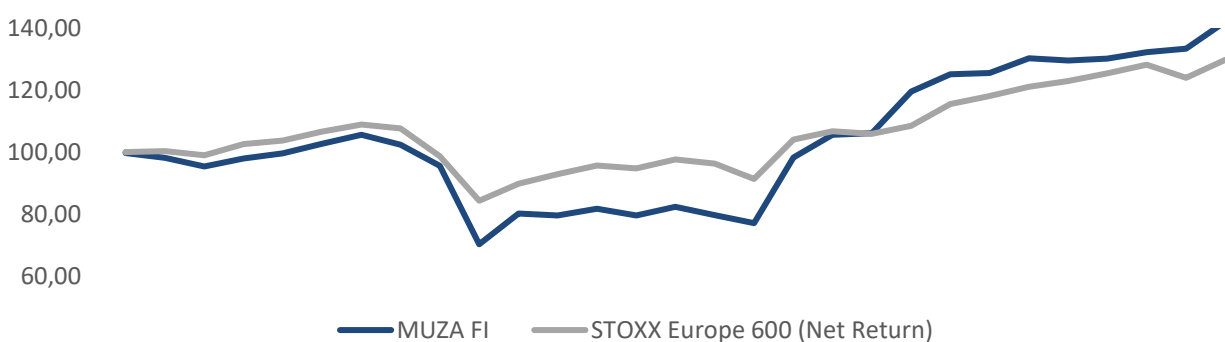
Buscamos negocios que podamos entender y conocer bien, con equipos de gestión y/o propietarios que tengan los mismos intereses que nosotros a largo plazo.

Valoramos especialmente el entorno competitivo de la empresa y su situación patrimonial.

Implementamos estas inversiones en un mercado donde fluctúan mucho más los precios a los que cotizan las compañías que el valor intrínseco que merecen sus negocios.

Rentabilidad histórica

Evolución del VL desde inicio hasta 31/10/2021

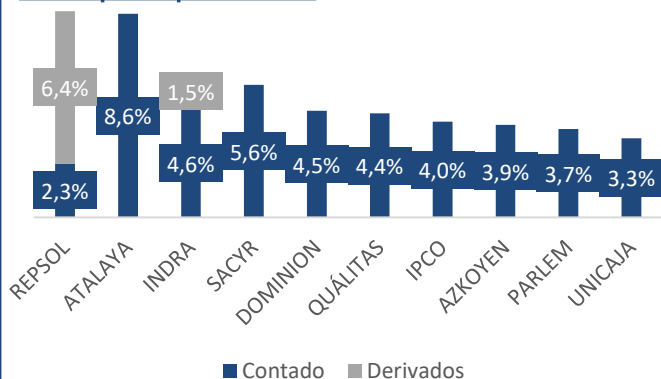


	La Muza	STOXX
Rentabilidad acumulada	42,1%	29,8%
Rentabilidad anualizada	16,0%	11,7%

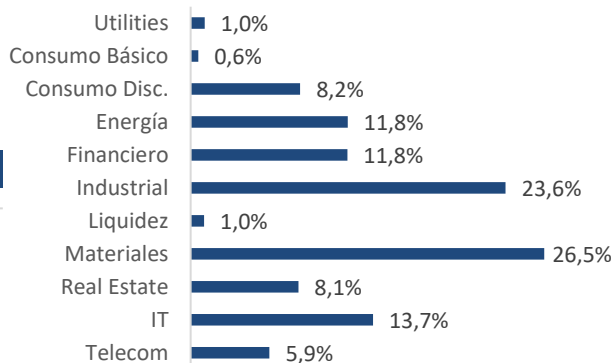
Rentabilidad mensual y anual

AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	MUZA	STOXX
2019														
2020	(3,08%)	(6,57%)	(26,45%)	13,96%	(0,66%)	2,69%	(2,64%)	3,45%	(3,25%)	(3,19%)	27,37%	7,49%	0,00%	(1,99%)
2021	0,45%	12,68%	4,63%	0,32%	3,86%	(0,59%)	0,48%	1,62%	0,82%	6,51%	-	-	34,49%	21,55%

Principales posiciones



Distribución sectorial





INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: MUZA, FI

Fecha Inicio: 21/06/2019

Patrimonio: €11,22 millones

Valor Liquidativo a 31/10/2021: €14,213

Divisa: EUR

Categoría: Fondo de Inversión. Renta Variable Internacional

ISIN: ES0184893008

Nº Registro CNMV: 5391

Ticker Bloomberg : MUZAEUR SM

Política de Inversión: mínimo 75% exposición en Renta Variable

Inversión Mínima: No existe

Liquidez: Diaria

Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos, SGIIC, S.A.

Gestor: Luis Urquijo

Entidad Depositaria: Caceis Bank Spain, S.A.

Auditor: PwC

Com. Gestión: 1,00% s/Patrimonio

Com. Depositaria: 0,07% s/Patrimonio

Com. Éxito: 9,00% s/Resultados

Esta presentación se ha preparado con un carácter exclusivamente informativo. Toda la información aquí incluida debe ser considerada confidencial y por lo tanto no debe ser compartida con ninguna otra persona o entidad distinta del destinatario sin el consentimiento expreso de Muza Gestión de Activos, SGIIC. Los resultados históricos aquí contenidos no son garantía de resultados futuros. El inversor y/o sus asesores deben considerar cualquier tipo de aspecto legal, impositivo y contable que pueda afectar a la tipología de inversión contenida en esta presentación. Este documento no constituye ningún tipo de oferta de venta de acciones. Alguna de las afirmaciones contenidas en esta presentación constituyen "perspectivas futuras". En concreto cualquier afirmación expresa o implícita relativa a "eventos futuros" o "expectativas" deben ser consideradas como perspectivas futuras. Cualquier afirmación, expresa o implícita relativa a "perspectivas futuras" podrá ser incorrecta y cualquier evento relativo a las mencionadas perspectivas futuras podría no comportarse como en este documento se anticipa.



INFORMACIÓN DE CONTACTO

www.muzagestion.com

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com

