



# Carta Mensual La Muza Inversiones, SICAV

diciembre 2022





### Rentabilidad de la cartera

La **Muza Inversiones** registró una subida en diciembre del **1,11%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€51,93 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return\*, cayó un 3,38%.

Cerramos por tanto el año 2022 con una rentabilidad del +9,56%, frente a un -10,64% del STOXX 600 Europe Net Return.

Desde su **inicio** (marzo de 1999), la **SICAV** ha generado una rentabilidad acumulada del **+765,5%** lo que implica rentabilidad anualizada compuesta del **+9,5%**, frente al +164,2% y +4,2%, respectivamente, del índice de referencia.

### Principales contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
Atalaya	0,49%	IPCO	(0,47%)
Indra	0,36%	Ence	(0,22%)
Galp	0,20%	Katek	(0,20%)
Miquel y Costas	0,17%	GAM	(0,14%)
Befesa	0,16%	Sacyr	(0,14%)

### Rotación de posiciones

El resumen de **movimientos** en diciembre ha sido el siguiente:

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
	Flatex		Indra
	ROVI		IPCO
			Metrovacesa
			Repsol
			Sacyr
			Semapa

### Derivados y liquidez

Seguimos manteniendo una posición corta a través de futuros sobre los índices S&P 500 y EURO STOXX 50, que representa algo menos del 30% del patrimonio de la SICAV. Adicionalmente mantenemos un nivel de liquidez del 2,7%.

Actualmente, estamos invertidos en **49 compañías**. Las **20 inversiones** primeras inversiones representan más del 70% del patrimonio de la SICAV.



## Año 2022

Cerramos un año 2022 especialmente complejo, tanto por las tensiones geopolíticas generadas tras la invasión de Ucrania como por el entorno macroeconómico, muy marcado por la fuerte inflación y una contundente subida de tipos de interés por parte de los Bancos Centrales.

Adicionalmente, Europa se ha visto sometida a una fuerte incertidumbre y presión en los precios de la energía (crudo, electricidad y gas), lo que ha supuesto si cabe un mayor tensionamiento de los precios (agravado además por un dólar muy fuerte durante gran parte del año)

En este contexto, las bolsas mundiales han respondido en, términos generales, con bajadas más o menos sensibles, siendo especialmente relevantes las caídas de aquellos sectores o compañías con múltiples y expectativas de crecimiento implícitamente elevadas. El ejemplo quizás más significativo ha sido quizás el Nasdaq, con pérdidas superiores al 30% en el año. En Europa, el comportamiento de las bolsas ha sido algo menos negativo, aunque con caídas generalizadas (STOXX 600 -13%, IBEX -5,5%, DAX -12,3%, EURO STOXX 50 -11,9%).

La rápida y contundente subida de tipos implementada por los Bancos Centrales provocó también correcciones sensibles en la valoración de la renta fija, en todos los rangos de riesgo y duración.

Ha sido un año también donde hemos asistido al pinchazo de algunos activos “burbuja”, siendo el más claro exponente de esta realidad las criptomonedas.

En este entorno complejo, no podemos dejar de mencionar el buen comportamiento que han tenido, en general, las inversiones de valor que, por otra parte, llevaban más de 10 años registrando un comportamiento relativo mucho más pobre que el segmento de compañías de “crecimiento”, alentado este último por un entorno de tipos e inflación muy bajos (tipos reales negativos), lo que hacía que el mercado tendiera a valorar muy generosamente cualquier compañía en crecimiento.

En esta nueva realidad de inflación y tipos, que sinceramente pensamos está aquí para quedarse unos cuantos años, creemos que seguiremos asistiendo a un equilibrio de valoraciones más favorable para las empresas de valor.

En otro orden de cuestiones, el 2022 ha servido también para demostrarnos nuestro aún muy elevado nivel de dependencia de los combustibles fósiles, poniendo muy en evidencia que para poder hacer una transición energética ordenada vamos a necesitar invertir en petróleo, gas y energía nuclear durante muchos años aún.

De cara al 2023, querríamos compartir algunas reflexiones.



### Visión sobre el 2023

La primera de ellas, como no puede ser de otra manera, es la inflación. Aunque 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 a día de 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.

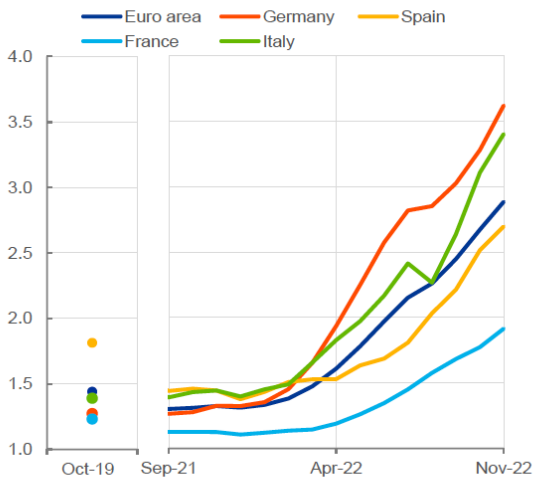
Adicionalmente, tenemos una segunda variable que va a seguir teniendo su impacto en el enfriamiento de la economía, que son los crecientes costes financieros para empresas y particulares.

La subida de los 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.

Como se puede ver en los gráficos siguientes, los costes financieros se han casi duplicado desde mediados del 2022 y aunque aún es pronto para ver el impacto completo de esta subida en la economía, es evidente que a lo largo del 2023 veremos un impacto creciente en la economía de los costes financieros.

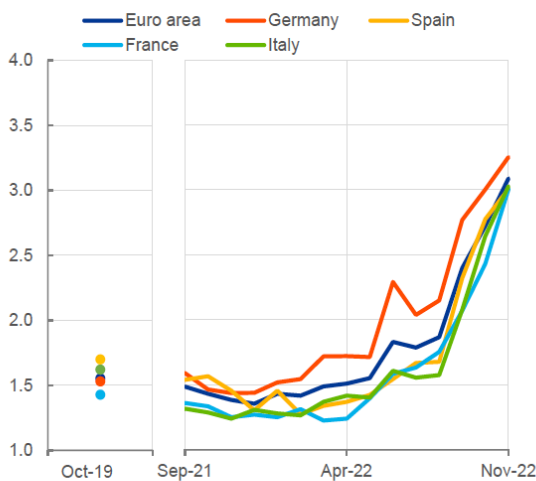


**Cost of borrowing for households for house purchase**  
(percentages per annum)



Source: ECB (MIR statistics).  
Notes: The indicator for the total cost of borrowing for households for house purchase is calculated by aggregating short-term and long-term rates using a 24-month moving average of new business volumes.  
The latest observation is for November 2022.

**Cost of borrowing for firms**  
(percentages per annum)



Source: ECB (MIR statistics).  
Notes: The indicator for the total cost of borrowing for firms is calculated by aggregating short-term and long-term rates using a 24-month moving average of new business volumes.  
The latest observation is for November 2022.

En EE. UU., la dinámica es muy similar. Los costes de financiación de una hipoteca a 30 años (tipo fijo) se han duplicado, pasando del 3,3% al 6,6% a lo largo del 2022.

Un bono corporativo con *investment grade* a 10 años está actualmente 210 puntos por encima del bono a 10 años americano (3,75%), es decir, se le pide una rentabilidad cercana al 6%. Este mismo cálculo a finales del 2021 estaba en el 3,3% (bono a 10 años americano 1,5% + *spread* de 180 puntos).

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.



## LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2022

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 si. 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), esta aquí para quedarse más tiempo del que muchos podemos pensar.



## LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2022

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 esta asumiendo.

Siendo algo más cáusticos, quizás en este nuevo contexto macro, de menor exuberancia y más ortodoxia, se terminen por depurar “burbujas” como las de las criptomonedas e incluso, en algún momento podamos ver como por fin la capitalización conjunta de BMW, Mercedes, Volkswagen, Stellantis, Renault y Ferrari (300.000 millones de euros), cuyos beneficios agregados suman más de 70.000 millones de euros, supere a la de Tesla que aun ganando un 80% menos que todas las anteriores juntas, sigue valiendo un 20% más (360.000 millones).

Siguiendo los consejos de Ken Galbraith que decía que “la única función de las previsiones económicas es hacer que la astrología parezca una ciencia respetable”, evitaremos anticipar lo que nos puede deparar el 2023, en cuanto a si veremos o no una recesión y cómo de importante o duradera podría ser.

Sin pretender saber, por tanto, donde nos vamos a encontrar dentro de un año, por lo menos sí sabemos dónde estamos hoy y, está claro que nos encontramos en un contexto donde hay más elementos para ser cautos que optimistas, lo cual no nos impide desearos un muy feliz año 2023.

Muchas gracias,

Equipo Muza Gestión



## LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2022

### Principios de inversión

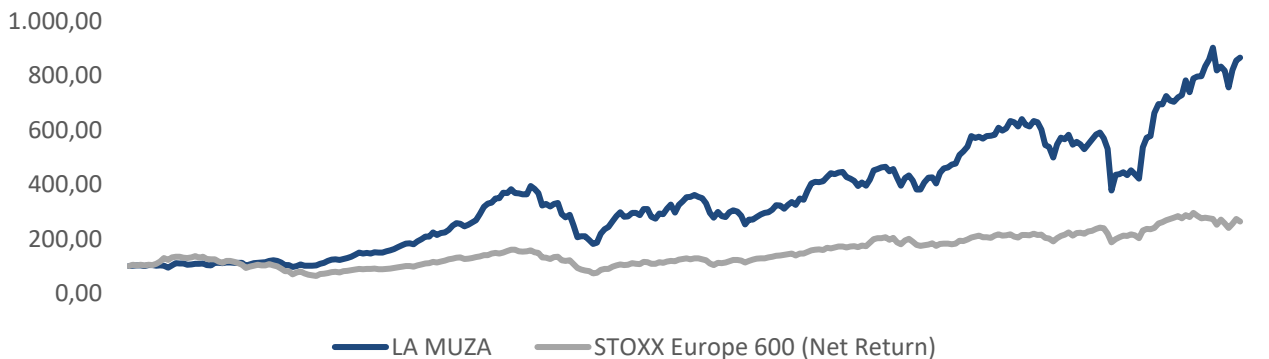
Buscamos negocios que podamos entender y conocer bien, con equipos de gestión y/o propietarios que tengan los mismos intereses que nosotros a largo plazo.

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 31/12/2022



	LA MUZA	STOXX
Rentabilidad acumulada	<b>765,5%</b>	<b>164,2%</b>
Rentabilidad anualizada	<b>9,5%</b>	<b>4,2%</b>

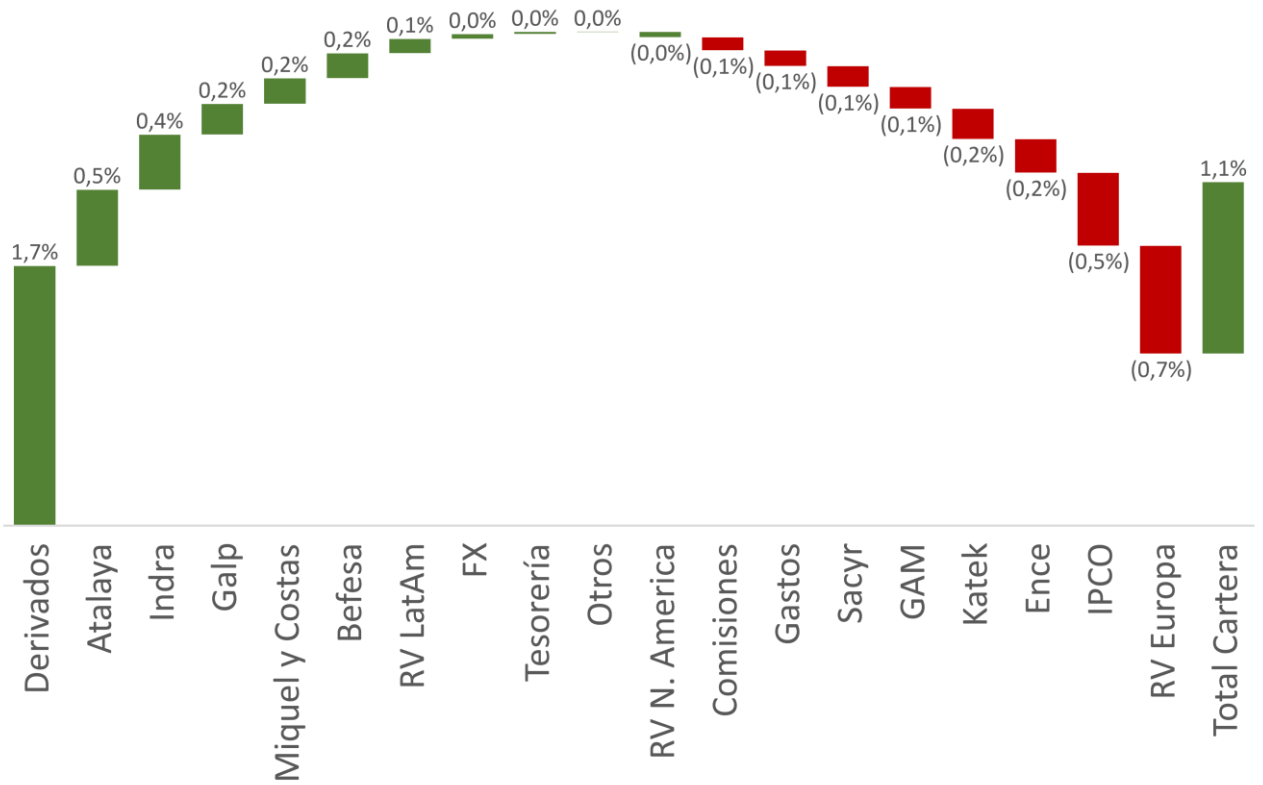
### Rentabilidad mensual y anual

AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	LA MUZA	STOXX
1999				1,25%	1,30%	0,30%	(2,95%)	3,85%	(0,24%)	(2,43%)	1,16%	(0,90%)	1,17%	29,38%
2000	(6,52%)	8,38%	7,73%	(0,35%)	(0,65%)	(3,62%)	0,70%	1,87%	0,68%	0,28%	(4,73%)	(1,29%)	1,44%	(3,83%)
2001	8,51%	0,93%	(1,70%)	2,19%	0,44%	(1,11%)	(0,05%)	0,09%	(9,68%)	4,41%	4,93%	1,10%	9,37%	(15,65%)
2002	0,26%	1,50%	3,81%	2,81%	(1,95%)	(5,46%)	(8,33%)	0,22%	(7,26%)	3,88%	6,44%	(4,90%)	(9,82%)	(30,36%)
2003	0,38%	0,20%	0,73%	5,85%	3,61%	5,33%	4,27%	0,89%	(1,94%)	3,09%	2,41%	3,67%	32,14%	15,92%
2004	5,64%	5,72%	(2,17%)	1,19%	(1,13%)	2,91%	(0,72%)	0,45%	2,81%	2,13%	3,27%	4,37%	26,97%	12,24%
2005	4,27%	2,98%	0,47%	(1,46%)	5,65%	4,31%	4,86%	(0,38%)	7,38%	(4,00%)	3,55%	0,72%	31,57%	26,68%
2006	4,07%	6,67%	4,03%	(0,94%)	(3,93%)	2,73%	2,93%	3,27%	8,37%	9,44%	3,64%	0,94%	48,89%	20,80%
2007	4,90%	0,32%	5,51%	(0,37%)	3,92%	(3,75%)	(0,35%)	(0,91%)	0,05%	8,39%	(2,57%)	(4,01%)	10,80%	2,36%
2008	(12,39%)	1,85%	(2,86%)	2,66%	1,09%	(12,27%)	(4,00%)	3,14%	(13,15%)	(17,65%)	1,56%	0,10%	(43,19%)	(43,77%)
2009	(6,70%)	(7,39%)	2,93%	17,26%	7,69%	3,37%	8,71%	7,54%	4,87%	(5,79%)	0,54%	4,69%	41,16%	32,39%
2010	(0,14%)	(2,82%)	7,92%	(0,08%)	(9,00%)	(2,74%)	7,10%	(0,67%)	6,71%	4,92%	(9,04%)	9,50%	9,88%	11,61%
2011	4,09%	4,30%	0,60%	1,85%	(1,82%)	(1,30%)	(5,57%)	(10,77%)	(5,95%)	7,79%	(5,02%)	(1,58%)	(13,93%)	(8,61%)
2012	6,70%	2,26%	(1,41%)	(5,39%)	(10,94%)	6,97%	0,02%	3,43%	3,40%	1,88%	0,74%	3,20%	9,86%	18,18%
2013	5,52%	(0,54%)	(3,63%)	4,55%	3,16%	(3,00%)	7,37%	(1,36%)	9,39%	7,09%	1,52%	(0,31%)	32,87%	20,79%
2014	0,98%	3,78%	3,14%	(0,71%)	1,20%	0,53%	(4,15%)	(1,40%)	(2,04%)	(4,54%)	3,54%	(3,04%)	(3,13%)	7,20%
2015	5,71%	8,08%	1,04%	1,47%	0,36%	(3,53%)	1,82%	(6,89%)	(6,84%)	6,92%	2,25%	(4,39%)	4,69%	9,60%
2016	(7,74%)	(0,26%)	6,81%	4,45%	0,34%	(5,26%)	9,46%	3,87%	0,63%	2,31%	0,92%	6,50%	22,77%	1,73%
2017	2,51%	3,37%	7,31%	(1,33%)	0,85%	(1,11%)	1,57%	0,15%	0,66%	4,43%	(1,66%)	1,40%	19,32%	10,58%
2018	4,39%	(0,67%)	(2,40%)	4,39%	(3,33%)	(1,08%)	3,29%	(0,71%)	(4,32%)	(9,45%)	(1,23%)	(7,12%)	(17,64%)	(10,77%)
2019	9,69%	4,41%	(1,00%)	2,92%	(6,34%)	1,96%	(1,64%)	(3,32%)	3,49%	3,08%	3,47%	1,08%	18,24%	26,82%
2020	(3,54%)	(6,76%)	(28,97%)	15,47%	0,64%	1,53%	(2,41%)	4,17%	(3,22%)	(3,82%)	27,32%	6,73%	(3,08%)	(1,99%)
2021	0,94%	14,73%	4,97%	(0,24%)	4,41%	(2,20%)	(0,67%)	2,31%	1,17%	7,41%	(5,54%)	6,86%	38,04%	24,91%
2022	0,79%	0,20%	4,65%	2,89%	5,05%	(9,24%)	1,67%	(1,81%)	(7,43%)	8,45%	4,30%	1,11%	9,56%	(10,64%)

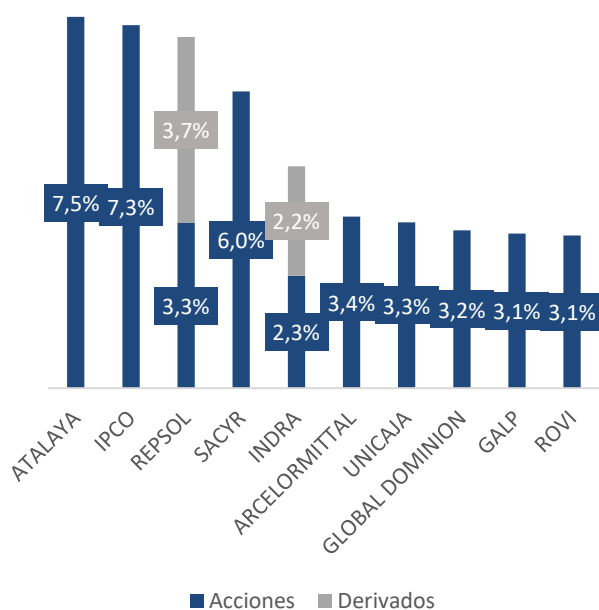


**Atribución de resultados**

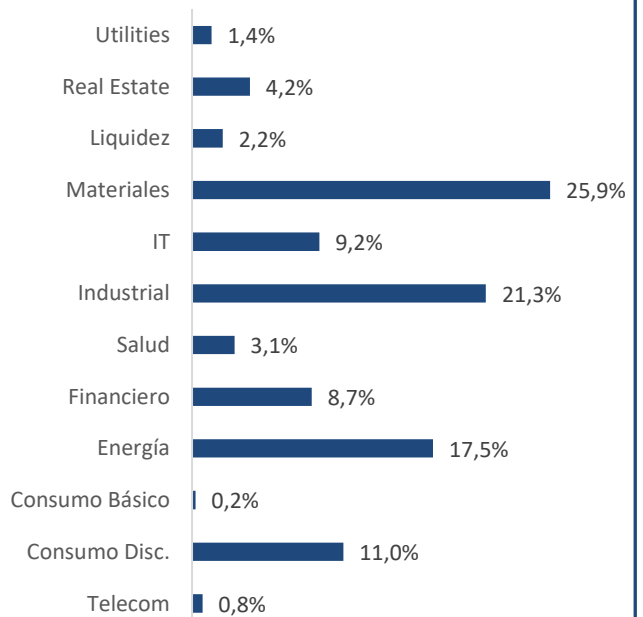
**DICIEMBRE**



**Principales posiciones**



**Distribución sectorial\***



\*incluye derivados



## INFORMACIÓN GENERAL

**Vehículo:** LA MUZA INVERSIONES, SICAV

**Fecha Inicio:** 31/03/1999

**Patrimonio:** €203,1millones

**Valor Liquidativo a 31/12/2022:** €51,933

**Divisa:** EUR

**Categoría:** Sociedad de Inversión. Global

**ISIN:** ES0131365035

**Nº Registro CNMV:** 425

**Ticker Bloomberg :** S0891 SM

**Política de Inversión:** Hasta 100% en Renta Variable, Renta Fija y otros permitidos por normativa

**Inversión Mínima:** 1 participación

**Liquidez:** Diaria

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

**Gestor:** Luis Urquijo

**Entidad Depositaria:** BNP Paribas

**Auditor:** PwC

**Com. Gestión:** 1,00% s/Patrimonio

**Com. Depositaria:** 0,06% s/Patrimonio

**Com. Éxito:** No

*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](http://www.muzagestion.com)

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

[info@muzagestion.com](mailto:info@muzagestion.com)

