



Carta Mensual La Muza Inversiones, SICAV

Enero 2023





Rentabilidad de la cartera

La **Muza Inversiones** registró una subida en enero del **6,16%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€55,13 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, subió un 6,74%.

Desde su **inicio** (marzo de 1999), la **SICAV** ha generado una rentabilidad acumulada del **+818,8%** lo que implica rentabilidad anualizada compuesta del **+9,7%**, frente al +182,0% y +4,4%, respectivamente, del índice de referencia.

Principales contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
Quálitas	0,67%	IPCO	(0,40%)
Sacyr	0,62%	GHSF	(0,10%)
Tubacex	0,53%	Navigator	(0,08%)
Atalaya	0,46%	Katek	(0,04%)
Unicaja	0,42%	hGears	(0,02%)

Rotación de posiciones

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

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
IPCO		Befesa	Danieli
		Metrovacesa	Dufry
		Opdenenergy	Indra
		Vidrala	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 11,7%.

Actualmente, estamos invertidos en **45 compañías**. Las **20 inversiones** primeras inversiones representan alrededor del 70% del patrimonio de la SICAV.



Visión sobre los mercados

Hemos arrancado este 2023 con un entorno de mercados muy positivo, alentados sobre todo por unos datos de inflación en descenso, que han permitido a la Fed dejar entrever el fin próximo de subidas de tipos.

Si el año 2022 estuvo marcado por la pronunciada y rápida subida de los tipos de interés en respuesta a unas tasas de inflación no vistas desde hace 30 años, este año 2023 debería ser el año donde se comiencen a ver los efectos de dichas subidas. Nos parece algo arriesgado asumir que la inflación acumulada hasta la fecha y el nuevo contexto de tipos de interés no van a acabar teniendo un impacto en el consumo y en los resultados empresariales. De hecho, este es el objetivo que persiguen que los bancos centrales: 'enfriar' la economía.

Es una realidad que aquella parte de la inflación, que se generó como consecuencia del 'arranque' de la actividad económica después de la pandemia, se está corrigiendo porque las principales causas que la produjeron, especialmente los problemas logísticos y de abastecimiento, se han resuelto prácticamente.

También es una realidad que los precios de la energía y de las materias primas que, en parte también se vieron sobrecalentados por el reinicio de la actividad tras la pandemia, han retrocedido hacia niveles más razonables y, aunque de media siguen cotizando entre un 20%

y un 40% por encima de lo que lo habían hecho entre el 2016 y el 2019, van a permitir por ahora también unos mejores datos de inflación.

Sin embargo, sigue existiendo un problema estructural en cuanto al mercado laboral se refiere. El pasado 3 de febrero conocíamos los datos laborales revisados en EE.UU. para el mes de enero, con nada menos que 500.000 empleos frente a los 187.000 que se esperaban (por encima de los 260.000 empleados de diciembre, cifra que además se revisó al alza), lo que llevó la tasa de desempleo al mínimo de los últimos 50 años.

Este dato se conoció después de que el presidente de la Reserva Federal, en su discurso del día 7 de febrero (que fue interpretado por los mercados en un tono claramente *dovish*), dijera textualmente: "A pesar de la ralentización del crecimiento, el mercado laboral sigue extremadamente tenso [...] Las ofertas de trabajo siguen siendo altas y los salarios elevados [...] La demanda de trabajadores sobrepasa sustancialmente la oferta disponible de los mismos."

EE.UU. tiene un déficit estructural de mano de obra de entre 3 y 4 millones de personas, que sólo puede equilibrarse a corto plazo enfriando la economía (a medio plazo las políticas de inmigración más laxas podrían solventar parte de este problema).



Visión sobre los mercados (cont.)

El nivel de empleo de un país y el nivel de consumo tienen una relación muy directa en el tiempo. Un nivel elevado de consumo redundará en el crecimiento de los ingresos de las empresas y éstas tienden a contratar a más empleados para atender ese nivel extra de actividad. Si esto ocurre en un mercado donde hay poca oferta de trabajadores, necesitas pagar más salarios para retener a los que tienes y para poder atraer a los que necesitas, lo que genera tensiones e inflación salarial.

En sentido contrario, para poder relajar las tensiones del mercado laboral, necesitas que las ventas de las empresas se caigan, lo que antes o después lleva a reducción de costes que, generalmente, redundará en reducciones salariales y/o despidos, permitiendo en última instancia relajar la inflación en salarios.

Los economistas calculan que para que se produzca un enfriamiento en salarios en EE.UU., la tasa de desempleo tendría que aumentar en un 200 puntos básicos (acercarse al 5,5% aproximadamente desde el 3,5% actual) y estar en esos niveles al menos 18 meses para que produzca un efecto.

Pues bien, la situación laboral en EE.UU. dista mucho aun de la realidad deseable para poder anticipar una inflación más controlada. Y es aquí un poco donde queríamos llegar.

Decíamos al principio de esta carta que, si el año 2022 fue el año marcado por la subida de tipos de interés, este 2023, debería ser el año donde se empiecen a ver los efectos de esas fuertes subidas. No sabemos evidentemente si estos efectos empezarán a sentirse de manera significativa en el consumo (esta es quizás la gran incógnita) a lo largo del 2023, lo que sí creemos es que es que las probabilidades de que esto ocurra son claramente elevadas en estos momentos.

Es difícil pensar que la inflación pueda volver a tasas del 2% si antes no se corrigen las tensiones del mercado laboral. Para ser más concretos, los salarios no deberían crecer por encima del 2% (4,4% actualmente) si quieres que no sean una fuente de tensión inflacionaria. Esto, como hemos dicho antes, es complicado que suceda si antes no caen los beneficios empresariales que, por cierto, en EE.UU. han estado creciendo a tasas compuestas del 12% en el periodo 2019-2022 (empujados en gran medida por la fuerte expansión monetaria), lo que básicamente duplica el ritmo normal de crecimiento histórico de los beneficios en este país (6%). Dicho de otra manera, el crecimiento ha estado claramente sobrecalentado.

La vuelta a la normalidad implicaría que estos beneficios caigan o que al menos no crezcan durante un cierto tiempo para adecuarse a la media de crecimiento histórica.



Visión sobre los mercados (cont.)

Por ir terminando, tenemos por tanto dos realidades enfrentadas (más evidentes en EE.UU. que en Europa) que se pueden concretar en que, por un lado:

- Existe un claro compromiso de la Fed (y todos los Bancos Centrales) para hacer converger la inflación hacia tasas del 2%, a través de la que ha sido la subida de tipos de interés más contundente en plazo y cuantía de la historia reciente de la economía. Se une también la progresiva reducción de su balance (a ritmo de unos 90.000 millones dólares al mes).
- Desempleo en mínimos históricos de los últimos 50 años, sustentado en parte por beneficios sobrecalentados, por políticas expansivas de los bancos centrales durante pandemia y post pandemia.
- Resultados para el S&P 500 que vienen creciendo a tasas muy por encima de su media histórica.

Y, por el otro, nos encontramos con:

- Revisiones probables de beneficios a la baja a medio plazo (mayores costes financieros para empresas y menor renta disponible para particulares, generen menores ventas y menores márgenes empresariales).
- Que la valoración actual del S&P 500 se encuentra cerca de 20 veces beneficios, lo que necesariamente implica que o bien el

crecimiento de los beneficios siga siendo fuerte o que se ajuste la valoración del índice a la baja para adecuarse a una realidad o múltiplo de beneficios más razonable (sobra decir cual es nuestra visión a este respecto).

Siendo coherentes con la visión que hemos intentado transmitir en esta breve carta de inicio de año, estamos invirtiendo a día de hoy (al menos durante esta primera mitad del 2023), con un mayor nivel de liquidez y cobertura al que habitualmente venimos utilizando.

Si bien es cierto que no somos gestores del riesgo sistemático de los mercados (hemos explicado en infinidad de ocasiones el porqué de no hacerlo), si creemos que la probabilidad de que los eventos económicos evolucionen en una línea muy similar a la que hemos explicado es elevada y, por lo tanto, el coste de oportunidad de estar algo más defensivos y/o protegidos ante tal evento es desde nuestro punto de vista, más racional y evidente que en otros momentos.

Muchas gracias,

Equipo Muza Gestión



Principios de inversión

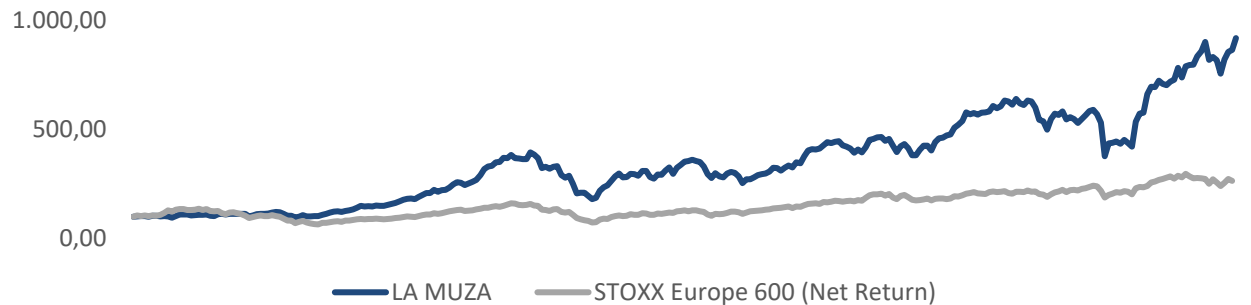
Buscamos negocios que podamos entender y conocer bien, con equipos de gestión y/o propietarios que tengan los mismos intereses que nosotros a largo plazo.

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.

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

Rentabilidad histórica

Evolución del VL desde inicio hasta 31/01/2023



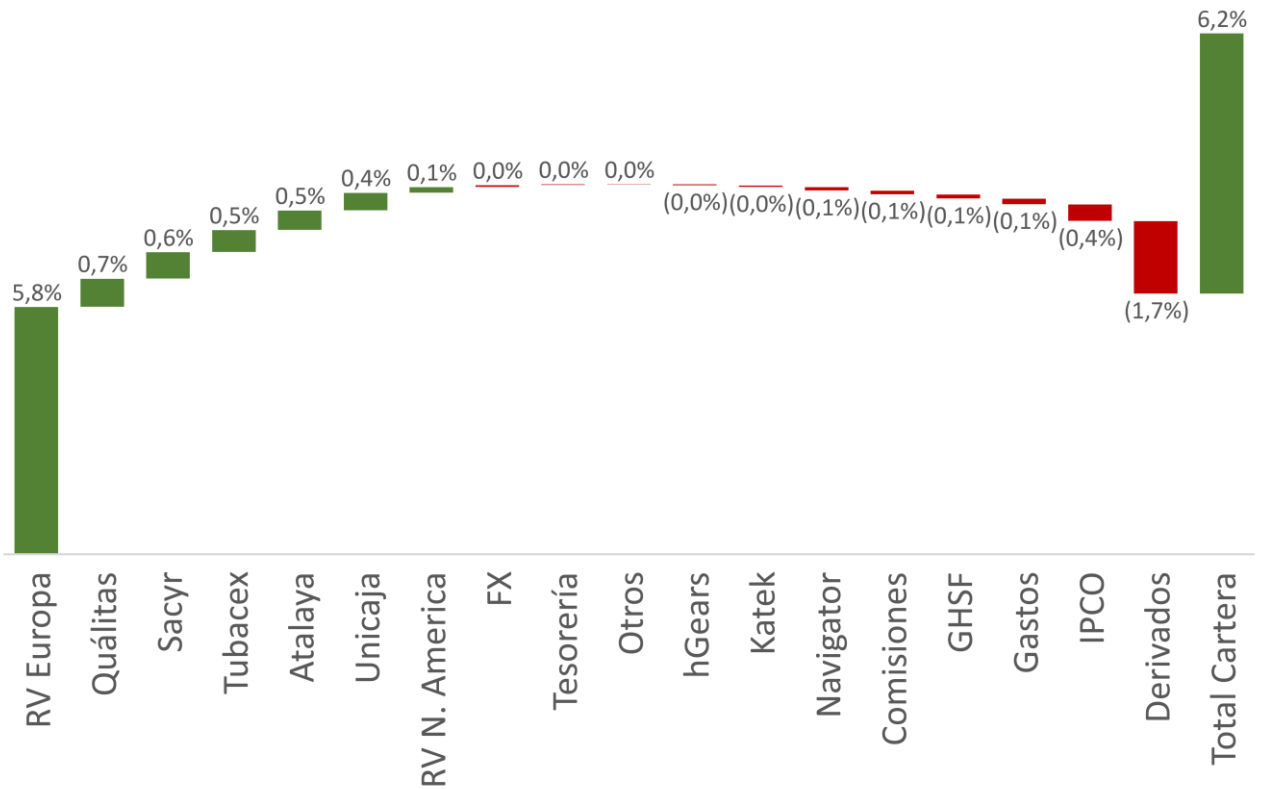
	LA MUZA	STOXX
Rentabilidad acumulada	818,8%	182,0%
Rentabilidad anualizada	9,7%	4,4%

Rentabilidad mensual y anual

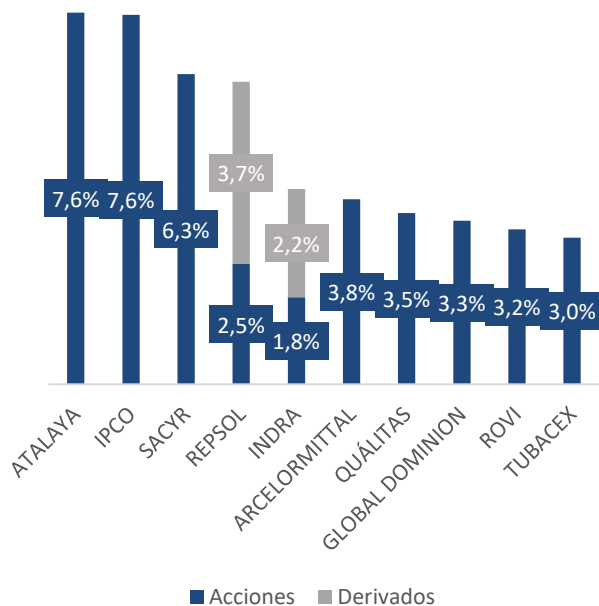
AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	LA MUZA	STOXX
1999				1,25%	1,30%	0,30%	(2,95%)	3,85%	(0,24%)	(2,43%)	1,16%	(0,90%)	1,17%	29,38%
2000	(6,52%)	8,38%	7,73%	(0,35%)	(0,65%)	(3,62%)	0,70%	1,87%	0,68%	0,28%	(4,73%)	(1,29%)	1,44%	(3,83%)
2001	8,51%	0,93%	(1,70%)	2,19%	0,44%	(1,11%)	(0,05%)	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%)
2023	6,16%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,16%	6,74%

Atribución de resultados

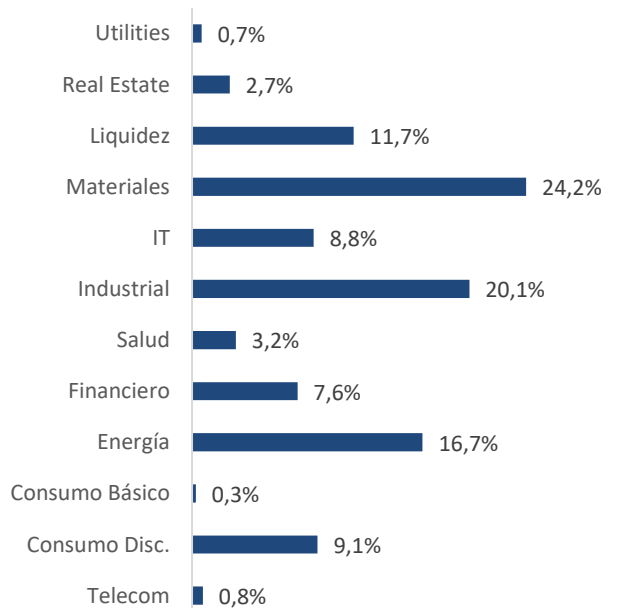
ENERO



Principales posiciones



Distribución sectorial*



*incluye derivados



INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Fecha Inicio: 31/03/1999

Patrimonio: €212,1millones

Valor Liquidativo a 31/01/2023: €55,130

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

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com

