MUZA

MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

Carta Mensual MUZA, FI

marzo 2022

MUZA

MUZA, FI

Carta mensual, 31 de marzo de 2022

Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una subida en marzo del **4,31%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€15,23 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, subió un 1,00%. La rentabilidad en el año se sitúa en el **+5,31%**, frente al -6,02% del índice de referencia.

Desde su **inicio** (junio de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+52,3%** y una rentabilidad anualizada del **+18,8%**, frente al +25,4% y al +9,7%, respectivamente, del índice de referencia.

Atribución de resultados

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

Contribuidores		Detractores	
IPCO	2,07%	Atalaya	(0,74%)
Metrovacesa	0,43%	Katek	(0,28%)
Unicaja	0,33%	Dufry	(0,25%)
Befesa	0,27%	hGears	(0,23%)
Galp	0,43%	Gestamp	(0,23%)

La cotización de **IPCO** terminó por recoger, con cierto decalaje, las subidas del precio del crudo, que tuvieron lugar a finales de febrero-principios de marzo.

En el caso de **Atalaya**, el incremento del precio de la energía está impactando más de lo esperado en sus estructura de costes. La compañía ha guiado hacia un incremento de costes operativos de entre el 3% y el 28% con respecto al 2021. Sin embargo, de mantenerse los niveles actuales de precio del cobre, el EBITDA generado sería muy similar al del año pasado en términos absolutos.

Rotación de posiciones

El resumen de movimientos en marzo ha sido el siguiente:

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
	CIE		Repsol
	CAF		
	Galp		
	Gestamp		
	Mercedes-Benz		
	Metrovacesa		
	Tubacex		

Derivados y liquidez

Continuamos con una estructura de protección bajista en la cartera sobre el índice EuroStoxx S&P500, cuyo vencimiento hemos ampliado hasta junio de 2022.

Actualmente, estamos invertidos en **44 compañías**, con un nivel de **liquidez del 7,8%**. Las 20 inversiones más relevantes suponen más del 75% del patrimonio del fondo.

**incluye dividendos*

Inflación

Cerramos un primer trimestre del año 2022 con dos eventos ciertamente convulsos, la Invasión Rusia de Ucrania y una inflación desbocada (alentada si cabe aún más por la propia guerra).

Sobre la inflación venimos hablando desde hace algunos meses y parece que lo que algunos consideraban como coyuntural, poco a poco se está mostrando cada vez más estructural.

La guerra en Ucrania no ha hecho sino incrementar aún más los precios de la energía, que en este año 2022 podrían llegar a representar más de un 13% del producto PIB mundial (normalmente ésta se sitúa en torno al 6%), cifra que no se alcanzaba desde la crisis del petróleo de finales de los años 70. Históricamente, dichos niveles de costes de la energía han supuesto una clara destrucción de la demanda.

A los precios de la energía se suman unos precios de materias primas desorbitados y a su vez muy interrelacionados con los propios precios de la energía. La conjunción de precios de energía y materias primas ya se está dejando ver de manera clara en infinidad de productos, que han subido en estos últimos meses hasta cifras no vistas desde hace más de 60 años. El riesgo a entrar en un bude o espiral inflacionista dependerá en gran manera de las revisiones salariales que se produzcan a lo largo de los próximos meses.

Así, es muy lógico pensar que este escenario de fuerte inflación empezará a detraer consumo y debería en sí mismo ayudar a enfriar un poco la demanda de productos y servicios. Adicionalmente, tenemos que ver como reaccionará la economía antes las inminentes subidas de tipos de interés y retiradas de estímulos de los bancos centrales.

En este escenario, y como ya venimos comentando desde hace algunos meses, seguimos implementando en nuestros fondos una estrategia de protección a través de derivados sobre índices en Europa y EE. UU., que nos ayuden a mitigar las posibles correcciones de mercado que se produzcan en los próximos meses como consecuencia de todas las cuestiones que hemos mencionado.

A mediados de marzo venció la estructura que habíamos iniciado en los últimos meses del 2021 y que se comportó muy favorablemente para la cartera. A principios de este mes de abril, hemos vuelto a iniciar una estrategia de protección bajista a través de opciones de venta (PUT) sobre el S&P 500, con vencimiento en el próximo mes de junio, por importe cercano a un 30% del patrimonio de los fondos.

Deslocalización y relocalización

Queríamos aprovechar este cierre de trimestre para comentar algunas cuestiones de largo plazo. En concreto, querríamos tocar una problemática que venimos observando desde la pandemia, y que creemos puede traer consigo la repatriación de la producción de muchos productos dentro de sus fronteras naturales.

Detrás de toda esta tormenta perfecta para la inflación (guerra, materias primas, energía, fuerte recuperación post-COVID, estímulos de los bancos centrales, etc.) se esconde también una realidad que no podemos perder de vista. Las empresas occidentales llevan deslocalizando mucha parte de su producción desde hace años, fundamentalmente hacia geografías asiáticas, beneficiándose de una mano de obra más barata y flexible. Esta deslocalización ha estado en parte debida a la necesidad que tenían muchas empresas en acercar su producción (parcialmente), allí donde estaba el cliente final (por razones fiscales, regulatorias, operativas, etc.) y en otra parte, y esta es la que nos ocupa, por una simple necesidad de acceder a costes de producción más económicos (como mencionamos, fundamentalmente mano de obra) que les permitieran seguir siendo competitivas.

La problemática de esta deslocalización se ha puesto de manifiesto a lo largo de la pandemia. En primera instancia, cuando se paralizó la fabricación y el flujo de mercancías, dejando en evidencia a muchos países ante la falta de suministro de bienes esenciales o estratégicos, y posteriormente, se volvió a poner de manifiesto en la propia fase de salida de la pandemia, cuando asistimos a un colapso productivo consecuencia del fallo de muchos eslabones de la cadena de producción, problemática que estamos arrastrado hasta el día de hoy.

Este apagón y "re-encendido" de la economía provocado por la pandemia, ha evidenciado que la configuración productiva actual, donde empresas y países occidentales se abastecen de una gran parte de sus componentes a través de sus propias fábricas o proveedores sitos en geografías muy distantes, tiene cuanto menos que ser repensada. La falta de seguridad del suministro, basada a su vez en una logística (sobre todo marítima) que se ha visto desbordada ante la fuerte recuperación de la demanda post-COVID, ha provocado unas disrupciones y retrasos en la cadena de producción en infinidad de industrias y países, y en cierta medida un recalentamiento de precios.

Si alguna lección tiene que quedar aprendida de la pandemia, es que las empresas, en su lógica pretensión de ser competitivas, dependen en muchos casos de un frágil equilibrio de abastecimiento que puede verse desbordado por eventos imprevistos (pandemias o guerras, por ejemplo).

Deslocalización y relocalización (cont.)

Muchos países y empresas se han dado cuenta de su excesiva dependencia de proveedores, que están fuera de su perímetro de control, en un contexto donde los ahorros de costes de estar produciendo o proveyéndose en esas geografías lejanas, cada vez están menos justificados desde un plano de estricto ahorro de costes.

Es posible que entremos por tanto en una nueva etapa donde se reconsideren muchas de las políticas y estrategias de producción de las economías occidentales, acercando o aproximando hacia sus fronteras naturales aquella industria que es primordial y/o estratégica o aquella que simplemente ya no tiene ninguna ventaja costes. EE. UU. ya inició en la etapa de Trump una estrategia de repatriación de la producción y es una tendencia que mucho nos tememos no ha hecho más que comenzar.

Tocamos este tema de la deslocalización de la producción porque este movimiento ha sido una de las razones de peso por las que en occidente hemos disfrutado de un entorno muy poco inflacionista en estos últimos 25 años. Las economías occidentales, han tenido acceso a una mano de obra muy barata y eso les ha permitido reducir costes en infinidad de industrias y servicios. ¿Es posible pensar entonces en ver de nuevo fábricas de textil abriendo en Europa y competir en la fabricación de camisetas con China? Quizás no de manera inmediata pero muy seguramente el modelo de dependencia que hoy en día tienen las economías occidentales de las orientales no sea el mismo que veremos dentro de 10 años. Esto no tienen por qué ser malas noticias, quizás el peaje sea una mayor inflación en los costes de producción, pero a cambio, quizás también estaremos repatriando (generando) nuevos puestos de trabajo, mejorando nuestra balanza comercial, mientras que reducimos nuestra dependencia de fuentes de producción externas.

Y por qué no terminar este análisis de dependencia con el gran tema de actualidad, que no es otro que el energético. Desde otro ángulo pero con una misma perspectiva de lo que ha supuesto depender de terceros países, en Europa se ha quedado clara la enorme dependencia de gas ruso. En todo el proceso de transición energética hacia fuentes más “sostenibles”, hemos renunciado (al menos en Europa) a tener la suficiente generación propia y estratégica como para llevarla a cabo sin depender en exceso de la energía de terceros, habida cuenta además de que dicha transición energética va a durar muchos años y de que va a ser necesaria una energía de base estable y segura (nuclear, gas, etc.) que garantice el suministro de las más volátiles e impredecibles (solar y eólica).

Deslocalización y relocalización (cont.)

Europa tendría que "redefinir" las prioridades energéticas, no sólo basándose en criterios estrictamente medioambientales (como lo ha hecho hasta ahora), sino también aplicando criterios de seguridad de suministro y de coste, ya que no se puede permitir hacer esta transición energética a cualquier precio. La variable del coste empieza a ser un elemento absolutamente imperativo (los efectos los estamos sufriendo ya), y este coste no sólo se debe a los elevados precios del petróleo y del gas (que hemos estigmatizado demasiado pronto), sino también por elementos autoimpuestos como, por ejemplo, los derechos de emisiones de CO2 o las subvenciones a las renovables que pagamos todos en nuestra factura, fruto de haber querido pasar demasiado rápido de un modelo energético a otro sin haber tenido en cuenta el tiempo y coste necesario para hacerlo correctamente.

El haber fundamentado y ordenado la transición energética en un único pilar, el medioambiental, ha provocado que seamos una economía mucho más expuesta y menos competitiva de lo que nos correspondería si hubiéramos planteado esta transición energética poniendo en la ecuación elementos como la seguridad de suministro y el coste.

Es posible que toda esta crisis energética aumente y acelere aún más la velocidad de transición hacia energías renovables pero va a tener que ir acompañada inexorablemente de una mayor inversión en fuentes de generación estables y desde luego vamos a seguir necesitando gas y petróleo durante bastantes años aún. Esta es la parte de la inflación que vemos más estructural, porque llevamos desde el año 2015 con un nivel de inversiones sensiblemente inferior al que hubiera sido necesario para mantener un nivel de producción adecuado para atender la demanda actual. En 2021 hemos tenido los menores hallazgos de petróleo convencional desde los años 50. Fuera del entorno de la OPEC, el crecimiento futuro de la producción se concentra fundamentalmente en Brasil, Canadá y algo en la Guyana. Fuera del perímetro de los países productores no miembros de la OPEC y excluyendo EE. UU., es difícil ver un crecimiento más allá de los 40 millones de barriles diarios, de los cuales por cierto Rusia produce del orden de 10-11 millones (Rusia está exportando casi 5 millones de barriles diarios y Europa importa un 50% de éstos).

Veremos cómo termina toda esta historia de los precios de la energía. Por ahora no vemos ningún elemento de alivio más allá del que provoquen los propios precios de la energía, detrayendo renta disponible y demanda por el encarecimiento de productos y por supuesto el efecto que puedan tener subidas de tipos y retiradas de estímulos (y liquidez) del sistema.

MUZA

MUZA, FI | **Ficha mensual, 31 de marzo de 2022**

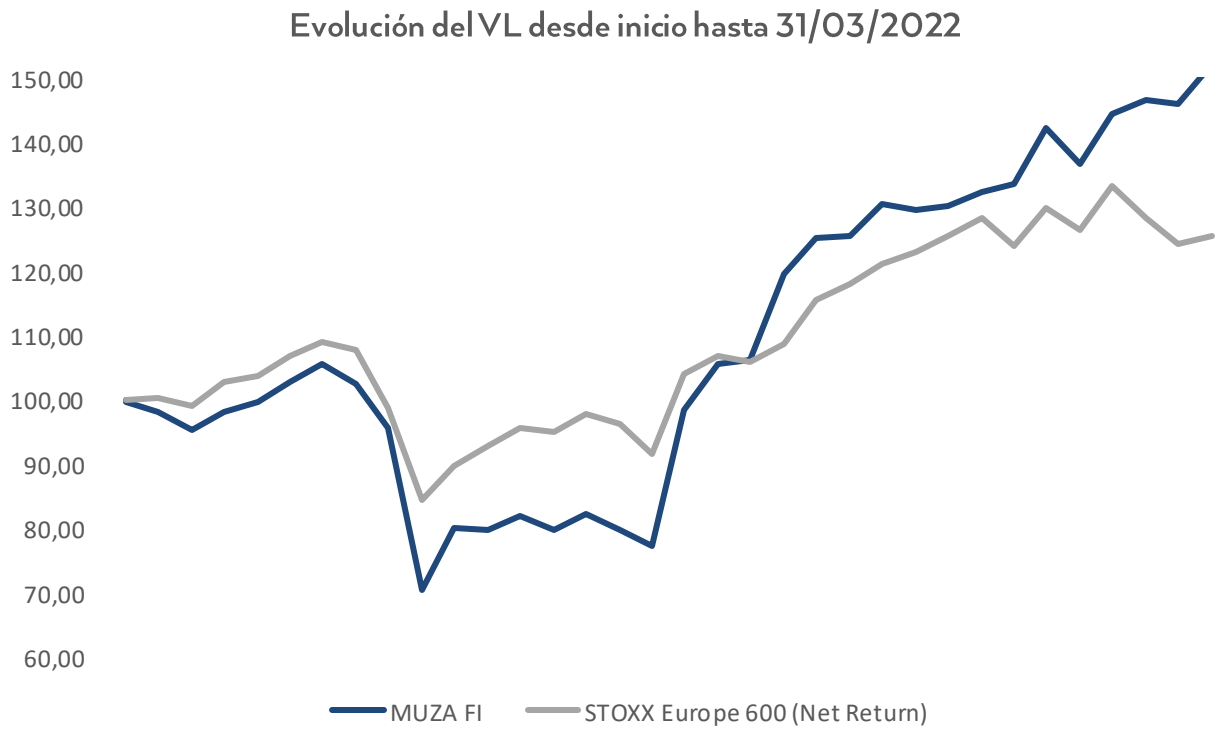
Principios de inversión

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



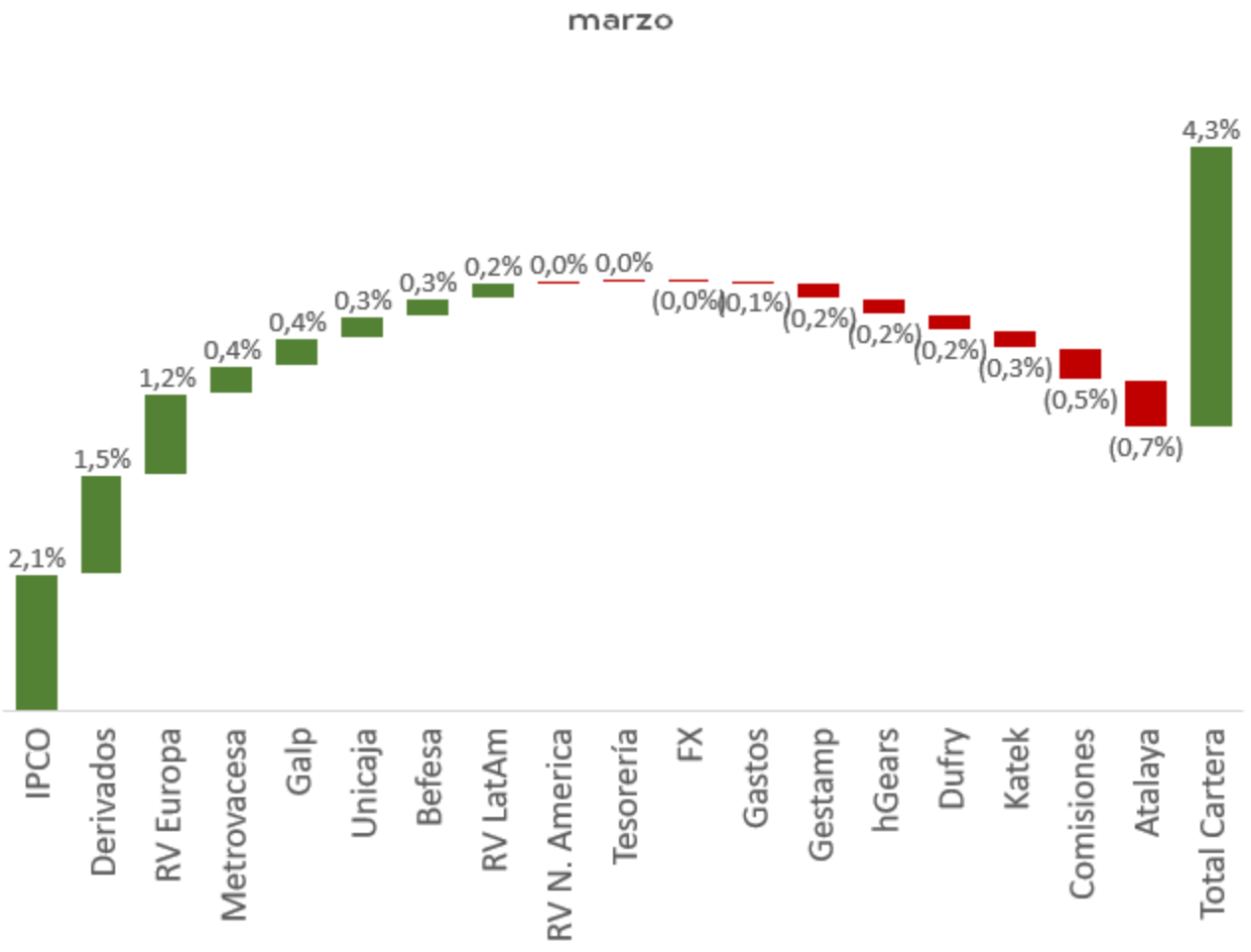
	La Muza	STOXX
Rentabilidad acumulada	52,3%	25,4%
Rentabilidad anualizada	18,8%	9,7%

Rentabilidad mensual y anual

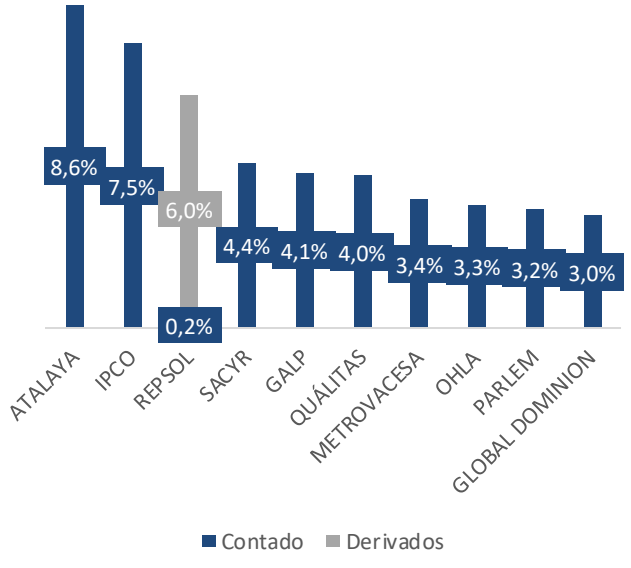
AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	MUZA	STOXX
2019						(0,19%)	(1,58%)	(2,85%)	2,70%	1,71%	3,07%	2,85%	5,68%	8,98%
2020	(3,08%)	(6,57%)	(26,45%)	13,96%	(0,66%)	2,69%	(2,64%)	3,45%	(3,25%)	(3,19%)	27,37%	7,49%	0,00%	(1,99%)
2021	0,45%	12,68%	4,63%	0,32%	3,86%	(0,59%)	0,48%	1,62%	0,82%	6,51%	(3,86%)	5,81%	36,81%	24,91%
2022	1,39%	(0,42%)	4,31%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,31%	(6,02%)

MUZA

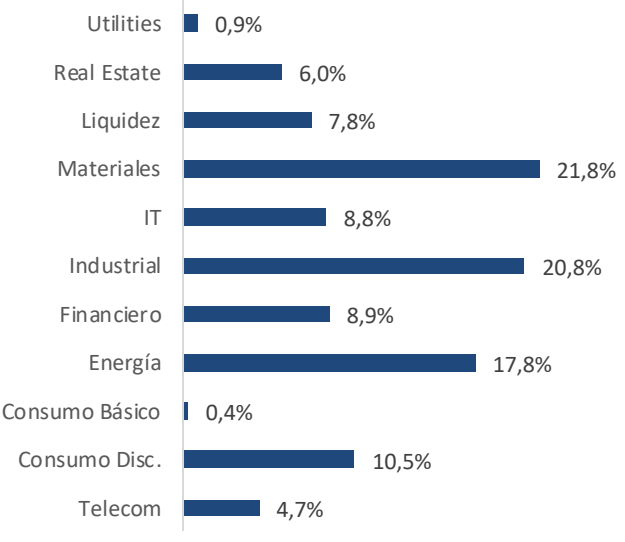
Atribución de resultados (detallado)



Principales posiciones



Distribución sectorial



MUZA

INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: MUZA, FI

Fecha Inicio: 21/06/2019

Patrimonio: €14,17 millones

Valor Liquidativo a 31/03/2022: €15,227

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. Depositaría: 0,05% 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.

MUZA

MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

INFORMACIÓN DE CONTACTO

www.muzagestion.com

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com