MUZA

MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

Carta Mensual La Muza Inversiones, SICAV

septiembre 2022

MUZA

LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Ficha mensual, 30 de septiembre de 2022

Rentabilidad de la cartera

La **Muza Inversiones** registró una caída en septiembre del **7,43%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€45,41 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, cayó un 6,47%. **La rentabilidad en el año se sitúa en el -4,20%**, frente al -18,65% del índice de referencia.

Desde su **inicio** (septiembre de 1999), la **SICAV** ha generado una rentabilidad acumulada del **+656,8%** lo que implica rentabilidad anualizada compuesta del **+9,0%**, frente al +140,5% y +3,8%, respectivamente, del índice de referencia.

Principales contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
Unicaja	0,10%	IPCO	(1,33%)
GHSF	0,04%	Atalaya	(0,81%)
Sacyr	0,04%	Repsol	(0,64%)
OHL 6.60 2026	0,03%	Gestamp	(0,47%)
Indra	0,01%	Global Dominion	(0,45%)

Rotación de posiciones

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

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
	Indra		
	Repsol		
	Tubacex		

Derivados y liquidez

Seguimos manteniendo una posición corta a través de futuros sobre el índice S&P 500, que representa aproximadamente un 25% del patrimonio de la SICAV. Adicionalmente mantenemos un nivel de liquidez del 4,5%.

Actualmente, estamos invertidos en **51 compañías.** Las **20 inversiones** primeras inversiones representan más del 70% del patrimonio de la SICAV.

Comentarios sobre el entorno inversor

Hemos vivido un mes de septiembre marcado por una fuerte corrección en la valoración de todos los activos clásicos: deuda, renta variable e inmobiliario.

Estas correcciones se deben a la determinación con la que los Bancos Centrales están reaccionando ante el fuerte sobrecalentamiento de los precios, con una muy rápida subida de tipos de interés en pocas semanas y con el claro mensaje de que esta va a ser la tónica que se mantenga hasta que se vean signos evidentes de una posible ralentización del IPC.

En este escenario, muchos activos han sufrido ya un sensible ajuste en su valoración, arrastrados como es lógico por la evolución en primera instancia de la propia deuda pública, que en muchos casos ha alcanzado rentabilidades no vistas desde hace más de 10 años.

**incluye dividendos*

Como decíamos en nuestra anterior carta, cualquier signo de ralentización de la economía que nos permita pensar en una ralentización o enfriamiento de los precios podría ser interpretada en clave positiva, ya que permitiría pensar en una pausa de las subidas de los tipos de interés.

Lo que hemos vivido a lo largo del mes de septiembre ha sido una acción tremendamente agresiva por parte de los Bancos Centrales (recordemos que tanto la Fed como el BCE han subido 75pb, respectivamente, y el BoE subió 50 pb). Estos tres Bancos Centrales han llevado a cabo a lo largo del año 2022 las subidas de tipos probablemente más agresivas, en términos del "espacio temporal" en el que se han ejecutado, de los últimos 30 años. El riesgo que vemos a medio plazo es que el proceso de subida de tipos no se vea acompañado de la necesaria retirada de liquidez con la que los Bancos Centrales "regaron" el sistema durante la pandemia. Este drenaje de liquidez es esencial para intentar evitar que aquella parte de la inflación, que es más coyuntural, se convierta en estructural.

Los gobiernos y por ende los Bancos Centrales, pueden verse sometidos, como ha ocurrido hace pocos días en el Reino Unido, a fuertes presiones, sino son capaces de coordinar la retirada de liquidez con políticas fiscales y presupuestarias coherentes.

Cómo se van a cuadrar las subidas de tipos con la retirada de liquidez y un enfriamiento de la economía es una cuestión difícil de dilucidar y a buen seguro va a someter a las economías a ciertas tensiones.

En los próximos meses asistiremos a una contracción de beneficios empresariales por la combinación de la subida de costes, que ha provocado la inflación y la previsible caída de demanda de los consumidores, que están viendo como su renta disponible disminuye por la fuerte subida del IPC y/o los costes de financiación.

Por esta razón, creemos que existe aun una evidente sobrevaloración de muchas compañías, máxime si uno asume que la inflación va a estar durante más tiempo de lo deseable a tasas superiores a las que persiguen los Bancos Centrales (2%).

En este contexto, sufrirán especialmente aquellas compañías con excesiva deuda y poca capacidad de repercutir costes al cliente final. Muchas empresas y negocios se han construido sobre la base de un prolongado acceso a financiación "muy barata" y a su vez dependían de un fuerte crecimiento para justificar las valoraciones actuales.

En paralelo, venimos observando desde principio de este año como las empresas de valor están empezando a comportarse relativamente mejor que las de crecimiento, y a pesar de esta incipiente recuperación, siguen claramente por

debajo de las valoraciones relativas de los últimos 30 años. Si observamos el índice Russell de *Value vs. Growth* (ver gráfico debajo), el segmento de compañías de valor tendría que recuperar más de un 30% para volver a su media histórica con respecto al segmento de crecimiento.

En el gráfico inferior, vemos como las valoraciones de las "compañías de valor" fueron perdiendo valoración relativa desde el año 2008 (momento en el que empezó el recorte de tipos de interés, como consecuencia de la crisis financiera) hasta principios del 2022 (momento en el que se empieza a hablar de inflación y subidas de tipos de nuevo).

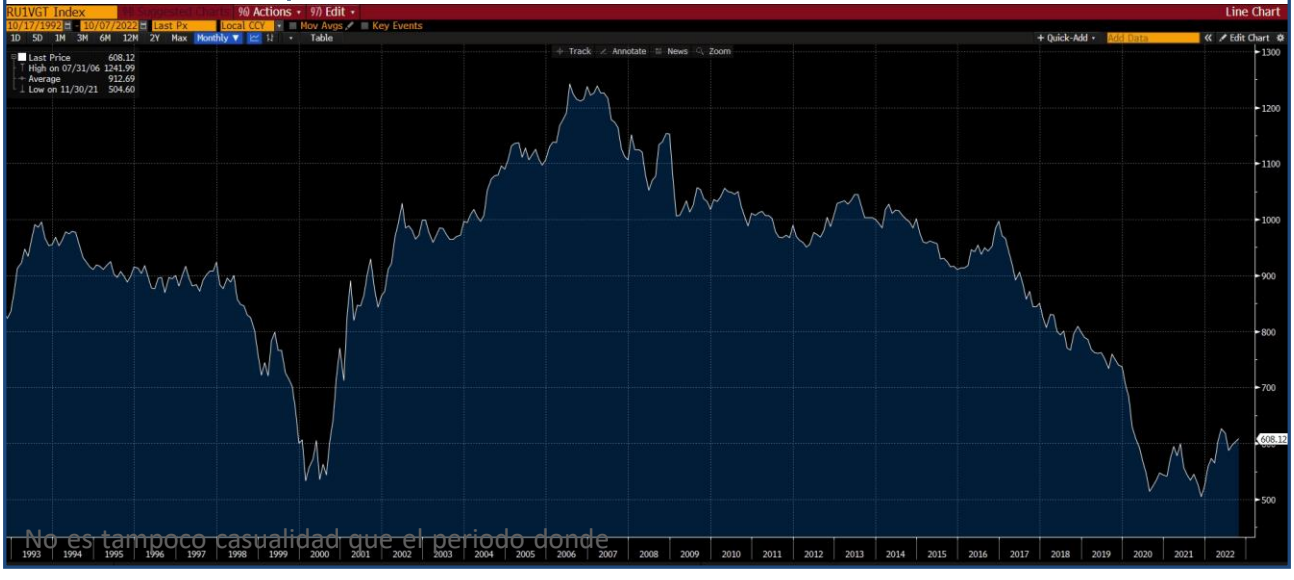
No es casualidad que la caída de las "empresas de valor" haya coincidido en el tiempo con 14 años en los que los tipos de media estuvieron en el 0,75% y donde hubo una inflación media en el entorno del 2% (ver gráfico página siguiente).

más se han valorado las empresas de crecimiento en detrimento de las de valor haya coincidido con unos tipos de interés reales negativos (a tasa medias de un -1%). Por dar una breve referencia de episodios mas "ortodoxos", durante los 20 años que van desde 1980 hasta 2000, los tipos de interés estuvieron de media unos 300 puntos por encima de la inflación.

Si asumimos, como lo hacemos nosotros, que estamos entrando necesariamente en un contexto macro algo más ortodoxo, donde los tipos deberían estar por encima de la inflación de manera sostenible, es consecuente pensar que muchos activos y compañías deben seguir ajustando sus valoraciones.

Evidentemente, la pregunta es si vamos hacia políticas macro en materia de tipos de interés más ortodoxas.

Russel 1000 Value/Growth 1993-2022



No es tampoco casualidad que el periodo donde

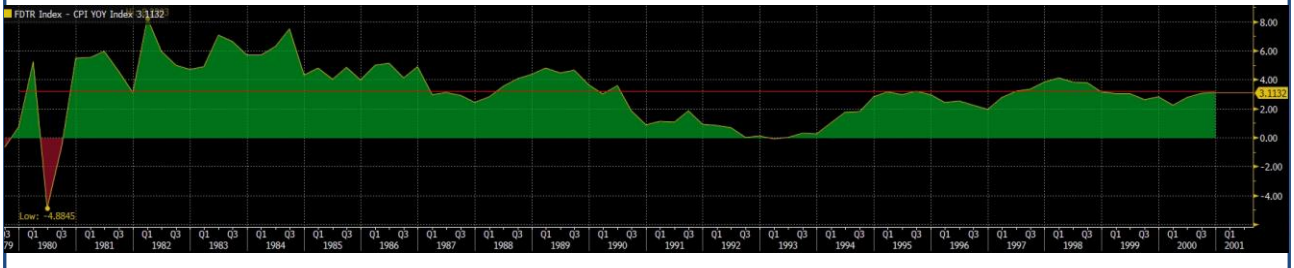
Y está claro que hay muchos retos y variables que pueden hacer descarrilar la vuelta a la ortodoxia, entre otros, el alto grado de endeudamiento de los países y su "incapacidad" para hacer frente a tipos de interés más elevados.

Quizás sea impensable volver a tener tipos de referencia que estén 300 o 350 puntos básicos por encima de la inflación, pero desde luego, sería muy difícil querer luchar contra la inflación con tipos reales negativos.

Las Bolsas cotizan generalmente a un nivel de beneficios cuya inversa (la rentabilidad del beneficio), se sitúa entre 400 y 500 puntos básicos por encima de los tipos de interés, es decir, si los tipos de interés se situaran en el 3%, el PER (*Price Earnings Ratio*) de la bolsa debería alcanzar un nivel que implique una rentabilidad de al menos un 7%, no debiendo cotizar por encima de 14 veces beneficios (1/14x = 7%).

El S&P 500, cotiza actualmente a 16 veces beneficios 2022 (6% de rentabilidad), si tomamos como referencia el consenso de Bloomberg para los beneficios de 227$ (244$ para el 2023). Si aplicamos un múltiplo de 14 veces beneficios a la estimación de beneficios para el 2023, llegaríamos a valoraciones por encima de 3.400, cuando actualmente el S&P está cotizando a 3.600. El problema que vemos aquí, como ya comentaremos más adelante, no es tanto el múltiplo, sino el crecimiento de los beneficios. La probabilidad de que estos no sólo no crezcan, sino que se contraigan en los próximos meses, debido a tipos mas altos e inflación, es alta.

Diferencial Tipos-Inflación (1980-2000)



Diferencial Tipos-Inflación (2000-2022)

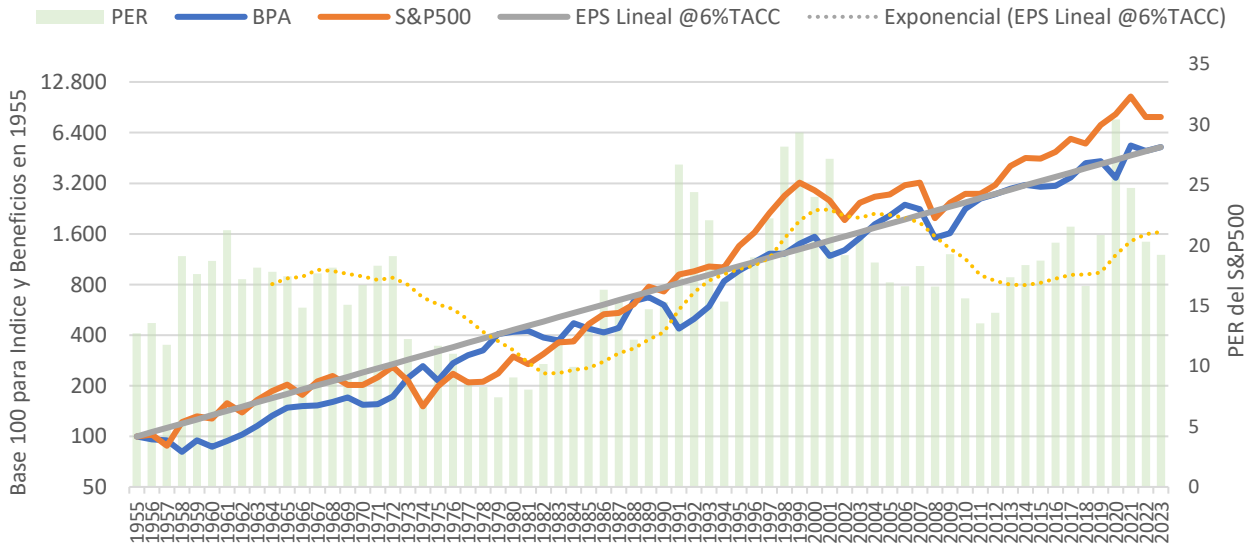
Contextualizando un poco la previsible evolución de los beneficios, en el gráfico inferior tenemos la evolución de los mismos para el S&P 500 desde el año 1955. Este gráfico, compara la evolución real de los beneficios (línea azul que incluye las estimaciones para 2022 y 2023 comentadas anteriormente), con una tendencia de estos mismos beneficios si crecieran a una tasa lineal compuesta del 6% (línea gris) y adicionalmente, se incluye la evolución del propio S&P 500 (todo en base 100 desde el año 1955).

Lo que se observa es que, en los periodos muy alcistas, el índice (línea naranja) se suele "sobrecalentar" y se separa de la línea tendencial de resultados (gris). Este sobrecalentamiento se produce muchas veces por el hecho de que los beneficios actuales y las estimaciones de los mismos para los años siguientes se sitúan por encima de su potencial real.

Las columnas en verde muestran el PER del S&P 500 a cierre de cada año. Si hiciéramos el calculo del PER, asumiendo niveles de valoración de 3.600 y siguiendo la senda de crecimiento al 6% para 2022 y 2023, éste se quedaría cerca de las 20 veces, lo que evidentemente representa un riesgo de valoración que hay que tener muy presente.

Desde el año previo a la pandemia (2019) los beneficios estarían creciendo cerca de un 46% (si asumimos como válidas las estimaciones para este 2022 de 227$), o lo que es lo mismo, tasas anuales compuestas por encima del 13,4%, que **duplican** las tasas medias históricas de crecimiento de la Bolsa de los últimos 60 años.

S&P 500 vs. Beneficios (1955-2023e)



Fuente: Bloomberg, S&P y Muza Gestión, SGIIC

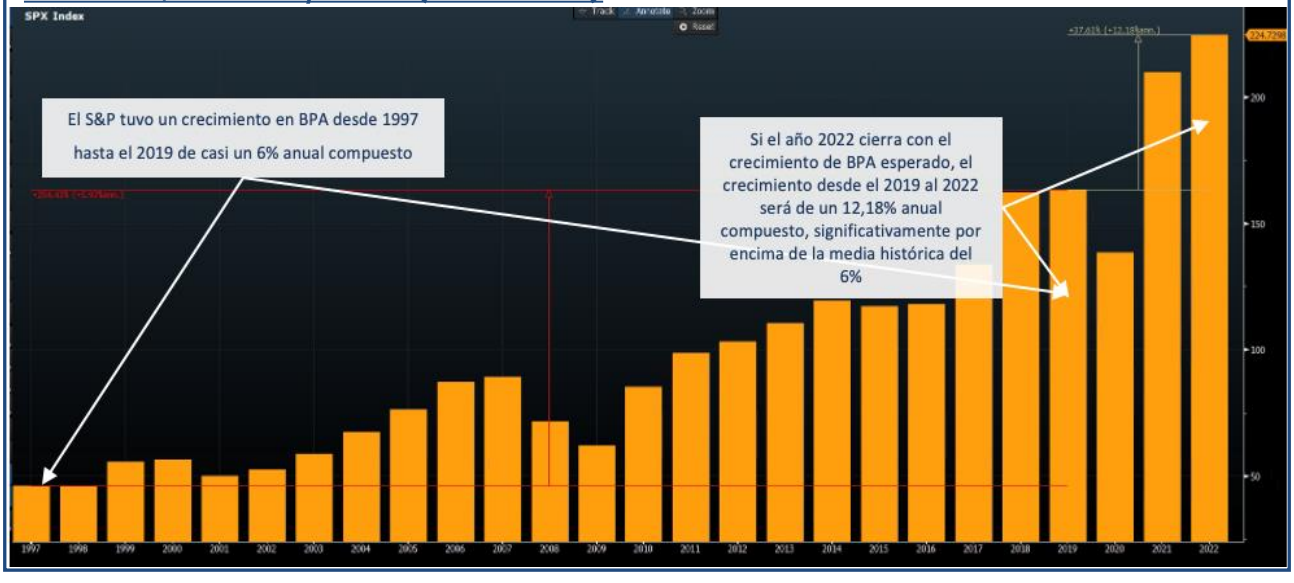
Nos parece exageradamente optimista que, después de un ciclo tan expansivo como el vivido durante la pandemia (fuerte expansión de los balances de los Bancos Centrales), y sabiendo que estamos entrando en un periodo de "forzoso" enfriamiento de la economía, podamos ver los beneficios por acción creciendo más de un 13% el año que viene.

La lógica y la prudencia nos indican que no sólo no deberían crecer los beneficios, sino que estos deberían en algún momento revertir a la senda de crecimiento más estable del 6% (como vimos en el gráfico de la pagina anterior), lo que implicaría volver a niveles de beneficio del entorno de los 200$, cotizando a un (PER de 18 veces tomando como referencia el S&P@3600), niveles que no nos parecen en absoluto razonables en este entorno de tipos e inflación.

Toda esta situación nos lleva a estar especialmente cautos, con unos niveles de liquidez o cobertura que están sustancialmente por encima de nuestros estándares habituales.

A cierre de septiembre, aunque mantenemos un nivel de inversión del 95% de nuestro patrimonio directamente invertido en compañías, seguimos teniendo una posición corta cercana al 25% del valor patrimonial de la SICAV a través de la venta de futuros sobre el S&P 500. Creemos que de esta manera, por un lado nos prevenimos del posible "fallo de resultados" que se produzcan en los índices como consecuencia de la ralentización económica, y al mismo tiempo seguimos manteniendo una exposición en nuestras compañías de valor, teniendo claro que este segmento de compañías lo tienen que ir haciendo, al menos en términos relativos, mejor que muchos índices de referencia.

S&P 500, Beneficio/Acción (1997-2022)



MUZA

LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Ficha mensual, 30 de septiembre de 2022

Principios de inversión

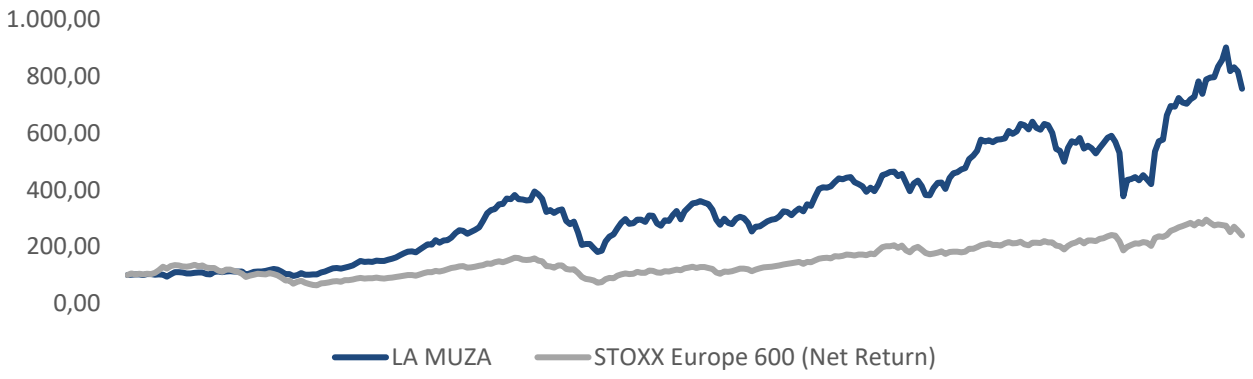
Buscamos negocios que podamos entender y conocer bien, con equipos de gestión y/o propietarios que tengan los mismos intereses que nosotros a largo plazo.

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 30/09/2022



	LA MUZA	STOXX
Rentabilidad acumulada	656,8%	140,5%
Rentabilidad anualizada	9,0%	3,8%

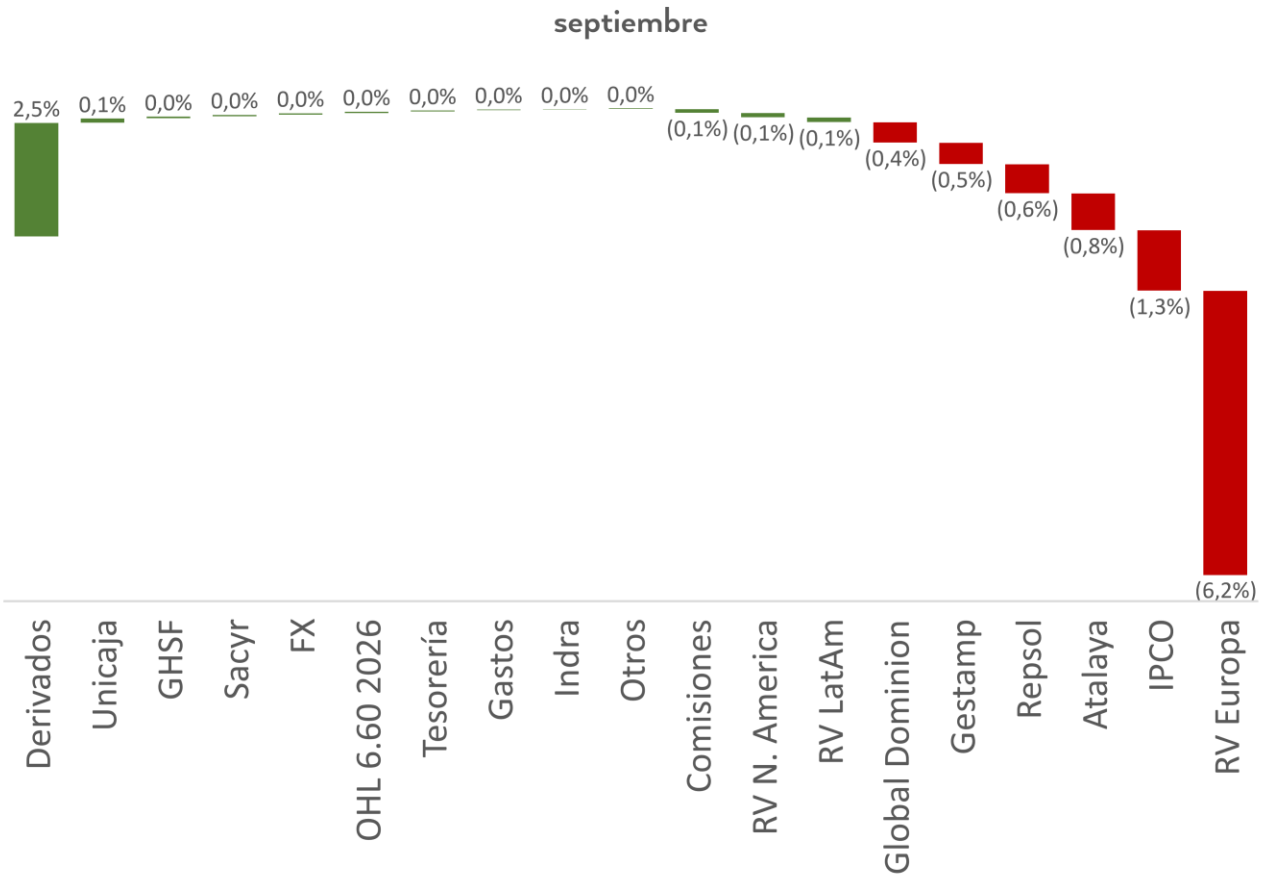
Rentabilidad mensual y anual

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%)	-	-	-	(4,20%)	(18,65%)

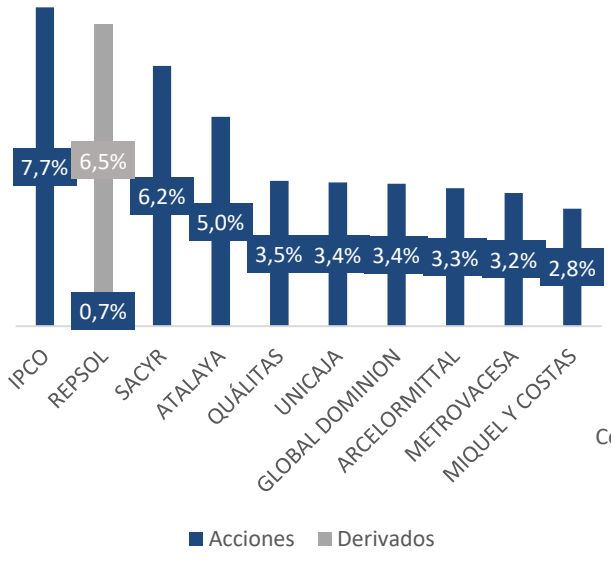
MUZA

LA MUZA INVERSIONES, SICAV — Ficha mensual, 30 de septiembre de 2022

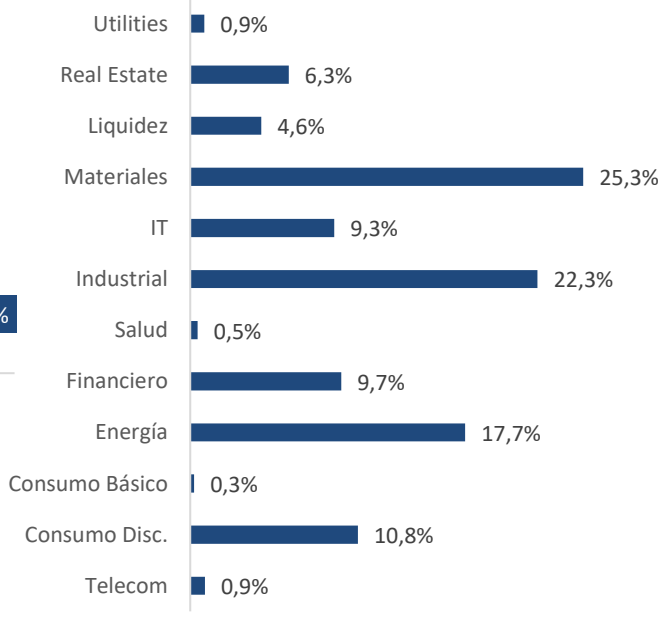
Atribución de resultados



Principales posiciones



Distribución sectorial*



*incluye derivados

MUZA

INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Fecha Inicio: 31/03/1999

Patrimonio: €177,1 millones

Valor Liquidativo a 31/08/2022: €45,409

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. Depositaría: 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.

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