

**MUZA, FI**  
Nº Registro CNMV: 5391

**Informe Semestral del Primer semestre de 2023**

**Gestora:** MUZA GESTIÓN DE  
ACTIVOS, SGIIC, S.A.

**Depositario:** CACEIS BANK SPAIN  
SAU

**Auditor:**  
PRICEWATERHOUSECOOPERS  
AUDITORES, S.L

**Grupo Gestora:** MUZA GESTIÓN  
DE ACTIVOS, SGIIC, S.A.

**Grupo Depositario:** CREDIT  
AGRICOLE

**Rating Depositario:** Baa1

**Fondo por compartimentos:** NO

El presente informe junto con los últimos informes periodicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.muzagestion.com](http://www.muzagestion.com).

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

**Dirección**

C/ CASTELLO, 128 9º PLANTA 28006 - MADRID (MADRID) (911634812)

**Correo electrónico**

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

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: [inversores@cnmv.es](mailto:inversores@cnmv.es)).

**INFORMACIÓN FONDO**

**Fecha de registro:** 21-06-2019

**1. Política de inversión y divisa de denominación**

**Categoría**

Vocación inversora: Renta Variable Internacional  
Perfil de riesgo: 4, en una escala de 1 a 7

**Descripción general**

Política de inversión:

El fondo tiene un mínimo del 75% de la exposición total en renta variable, sin predeterminación respecto a capitalización bursátil ni sector. Los mercados/emisores no están predeterminados, pudiendo invertir en cualquier área geográfica, incluyendo países emergentes, pudiendo existir puntualmente concentración geográfica y/o sectorial.

El resto de la exposición será principalmente en renta fija de emisores públicos de países OCDE con duración inferior a 12 meses, no obstante no se descarta puntualmente la exposición a renta fija pública y/o privada sin predeterminación en cuanto a emisores/mercados, incluyendo países emergentes, ni a la duración. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos, así como instrumentos del mercado monetario cotizados o no, que sean líquidos. La calificación crediticia para las emisiones de renta fija será al menos media (BBB- por S&P o equivalente) o si fuera inferior, el rating que tenga el Reino de España en cada momento. La metodología de selección de valores, se centra en la filosofía de valor que consiste en los principios básicos de la inversión en Valor fundamentado en la inversión en compañías a un precio por debajo de su valor intrínseco o real. La exposición a riesgo de divisa será de 0%-100%. Se podrá invertir hasta el 10% en IIC financieras. Directamente solo se realizan derivados negociados en mercados organizados de derivados como cobertura, si bien se podrán realizar indirectamente en organizados o no como cobertura o inversión.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España.

La IIC diversifica las inversiones en los activos mencionados anteriormente en, al menos, seis emisiones diferentes. La inversión en valores de una misma emisión no supera el 30% del activo de la IIC.

Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de instrumentos financieros derivados es el importe del patrimonio neto.

La estrategia de inversión del fondo conlleva una alta rotación de la cartera. Esto puede incrementar sus gastos y afectar a la rentabilidad.

**Operativa en instrumentos derivados**

INVERSIÓN Y COBERTURA PARA GESTIONAR DE UN MODO MÁS EFICAZ LA CARTERA

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método de compromiso.

Una información más detallada sobre la política de inversión del fondo se puede encontrar en su folleto informativo.

ISF005391

**Divisa de denominación**  
EUR

## 2) Datos económicos.

	Período actual	Período anterior	2023	2022
Índice de rotación de la cartera	0,21	0,06	0,21	0,17
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	2,99	-0,01	2,99	-0,22

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

### 2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Período actual	Período anterior					
Nº de participaciones	1.333.806,48	1.255.157,87					
Nº de participes	149	133					
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	0,00					
Inversión mínima	.00 EUR						
¿Distribuye dividendos? NO							
Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del periodo (EUR)					
Periodo del informe	21.079	15,8038					
2022	19.480	15,5203					
2021	11.590	14,4583					
2020	6.946	10,5682					
Comisiones aplicadas en el periodo, sobre patrimonio medio							
Comisión de gestión						Base de cálculo	Sistema imputación
% efectivamente cobrado							
Periodo			Acumulada			Base de cálculo	Sistema imputación
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,50	0,14	0,64	0,50	0,14	0,64	Mixta	al fondo
Comisión de depositario						Base de cálculo	
% efectivamente cobrado							
Periodo	Acumulada	Base de cálculo				Base de cálculo	
0,03	0,03	Patrimonio					
Nota: El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.							

## 2.2) Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### A) Individual

#### Rentabilidad (% sin anualizar)

	Acumulado 2023	Trimestral				Anual			
		Último Trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2022	2021	2020	2018
Rentabilidad IIC	1,83	-1,61	3,50	13,19	-7,87	7,35	36,81	0,00	

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último Año		Últimos 3 Años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-1,13	31-05-2023	-2,49	15-03-2023	-10,62	12-03-2020
Rentabilidad máxima (%)	1,27	02-06-2023	1,27	02-06-2023	7,05	09-11-2020

(i) Sólo se informa para las clases con una antigüedad mínima del periodo solicitado y siempre que no se haya modificado su vocación inversora.

Se refiere a las rentabilidades máximas y mínimas entre dos valores liquidativos consecutivos.

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es diaria.

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el periodo.

#### Medidas de riesgo (%)

	Acumulado 2023	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2022	2021	2020	2018
Volatilidad(ii) de:									
Valor liquidativo	8,72	7,08	10,12	9,76	16,53	15,27	13,92	29,15	
Ibex-35	15,45	10,75	19,04	15,22	16,45	19,37	15,40	33,84	
Letra Tesoro 1 año	0,12	0,13	0,10	0,07	0,05	0,07	0,02	0,46	
VaR histórico(iii)	17,54	17,54	18,10	18,66	19,21	18,66	20,48	22,87	

(ii) Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de distintas referencias. Sólo se informa de la volatilidad para los periodos con política de inversión homogénea.

(iii) VaR histórico: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

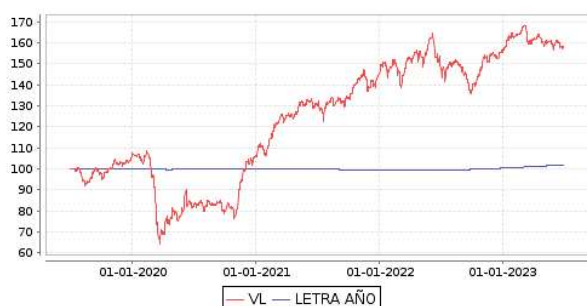
(continuación)

### Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

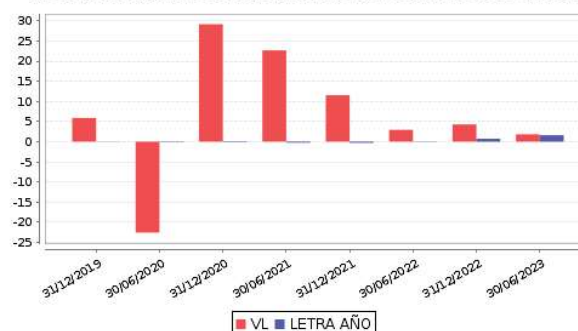
Acumulado 2023	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2022	2021	2020	2018
0,59	0,30	0,30	0,28	0,28	1,11	1,14	1,20	

(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

**Gráficos evolución valor liquidativo últimos 5 años**



**Rentabilidad semestral de los últimos 5 años**



## B) Comparativa

Durante el periodo de referencia, la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora se presenta en el cuadro adjunto. Los fondos se agrupan según su vocación inversora.

Vocación inversora	Patrimonio gestionado* (miles de euros)	Nº de partícipes	Rentabilidad periodo media**
Renta Variable Internacional	21.167	149	1,83
Total	21.167	149	1,83

\*Medias.

\*\*Rentabilidad media ponderada por patrimonio medio (%) de cada FI en el periodo.

## 2.3) Distribución del patrimonio al cierre del período (Importe en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	20.415	96,85	17.433	89,49
* Cartera interior	14.943	70,89	10.437	53,58
* Cartera exterior	5.461	25,91	6.988	35,87
* Intereses de la cartera de inversión	11	0,05	8	0,04
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	202	0,96	2.039	10,47
(+/-) RESTO	463	2,20	8	0,04
<b>PATRIMONIO</b>	<b>21.079</b>	<b>100,00</b>	<b>19.480</b>	<b>100,00</b>

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

## 2.4) Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación período actual	Variación período anterior	Variación acumulada anual	
<b>PATRIMONIO ANTERIOR</b>	<b>19.480</b>	<b>15.494</b>	<b>19.480</b>	
+/- Suscripciones/ reembolsos (neto)	6,00	19,42	6,00	-60,69
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	1,55	4,53	1,55	-56,46
(+/-) Rendimientos de gestión	2,33	5,60	2,33	-47,07
+ Intereses	0,26	0,07	0,26	391,53
+ Dividendos	1,22	1,49	1,22	3,46
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,05	-0,02	0,05	-422,52
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	4,69	1,31	4,69	356,95
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	-3,85	2,79	-3,85	-275,18
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Otros resultados	-0,05	-0,03	-0,05	70,00
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,80	-1,07	-0,80	-5,07
- Comisión de gestión	-0,64	-0,93	-0,64	-12,52
- Comisión de depositario	-0,03	-0,04	-0,03	25,12
- Gastos por servicios exteriores	-0,06	-0,02	-0,06	382,86
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	-0,01	0,00	-41,62
- Otros gastos repercutidos	-0,07	-0,09	-0,07	-4,24
(+) Ingresos	0,02	0,00	0,02	19.300,51
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,02	0,00	0,02	19.300,51
<b>PATRIMONIO ACTUAL</b>	<b>21.079</b>	<b>19.480</b>	<b>21.079</b>	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

### 3. Inversiones financieras

#### 3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del período)

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
REPO SPAIN GOVERNMENT B 3.25 2023-07-03	EUR	3.100	14,71		
<b>ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		<b>3.100</b>	<b>14,71</b>		
RFIJA OHL OPERACIONES  6.60 2026-03-31	EUR	190	0,90	179	0,92
<b>Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año</b>		<b>190</b>	<b>0,90</b>	<b>179</b>	<b>0,92</b>
ACCIONES ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	254	1,20	190	0,98
ACCIONES LLORENTE & CUENCA SA	EUR	173	0,82	160	0,82
ACCIONES DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE	EUR	52	0,25	46	0,24
ACCIONES OBRASCON	EUR	303	1,44	266	1,37
ACCIONES INDITEX SA	EUR			15	0,08
ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	153	0,73	148	0,76
ACCIONES SACYR SA	EUR	1.331	6,31	1.082	5,56
ACCIONES UNICAJA BANCO	EUR	531	2,52	439	2,25
ACCIONES METROVACESA	EUR			201	1,03
ACCIONES GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	477	2,26	400	2,05
ACCIONES OPDENERGY HOLDINGS SA	EUR			115	0,59
ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR			802	4,12
ACCIONES CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FE	EUR	356	1,69	307	1,58
ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	807	3,83	318	1,63
ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(	EUR	276	1,31	200	1,03
ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	812	3,85	579	2,97
ACCIONES AZCOYEN	EUR	439	2,08	419	2,15
ACCIONES GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	400	1,90	365	1,88
ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	495	2,35	398	2,04
ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	80	0,38	69	0,35
ACCIONES SINGULAR PEOPLE	EUR	325	1,54	329	1,69
ACCIONES REPSOL SA	EUR	1.619	7,68	1.188	6,10
ACCIONES VIDRALA SA	EUR			266	1,36
ACCIONES SACYR SA	EUR	35	0,17		
ACCIONES TUBACEX SA	EUR	739	3,51	423	2,17
ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	788	3,74	350	1,80
ACCIONES ACERINOX SA	EUR	439	2,08	417	2,14
ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	562	2,66	389	2,00
ACCIONES PARLEM TELECOM SA	EUR	90	0,43	235	1,21
ACCIONES AC.ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	117	0,56	141	0,72
<b>RV COTIZADA</b>		<b>11.653</b>	<b>55,29</b>	<b>10.258</b>	<b>52,67</b>
<b>RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>190</b>	<b>0,90</b>	<b>179</b>	<b>0,92</b>
<b>RENTA FIJA</b>		<b>3.290</b>	<b>15,61</b>	<b>179</b>	<b>0,92</b>
<b>RENTA VARIABLE</b>		<b>11.653</b>	<b>55,29</b>	<b>10.258</b>	<b>52,67</b>
<b>INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>14.943</b>	<b>70,90</b>	<b>10.437</b>	<b>53,59</b>
ACCIONES FLATEX AG	EUR			99	0,51
ACCIONES MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	255	1,21	223	1,15
ACCIONES MERCEDES BENZ GROUP	EUR	379	1,80	316	1,62
ACCIONES ATALAYA MINING PLC	GBP	1.602	7,60	1.532	7,86
ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	1.276	6,05	1.367	7,02
ACCIONES GALP ENERGIA SGPS SA	EUR	214	1,02	630	3,24
ACCIONES GREENVOLT ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR	93	0,44	119	0,61
ACCIONES KATEK SE	EUR	158	0,75	160	0,82
ACCIONES DUFREY AG	CHF	90	0,43	338	1,73
ACCIONES FACEBOOK INC	USD			34	0,17
ACCIONES NAVIGATOR	EUR	203	0,96	226	1,16
ACCIONES DANIELI AND C OFFICINE MECCANIC	EUR	53	0,25	258	1,32
ACCIONES FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD	100	0,48	89	0,46
ACCIONES IRHI MAGNESITA NV	GBP	121	0,57	98	0,50
ACCIONES QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	545	2,59	449	2,31
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	355	1,69	575	2,95
ACCIONES BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR			322	1,65
ACCIONES NABALTEC AG (NTG GY)	EUR	39	0,19	53	0,27
ACCIONES HGEARS AG	EUR	47	0,22	72	0,37
ACCIONES SEMAPA SOCIEDADE DE INVESTIMENT	EUR			2	0,01
<b>RV COTIZADA</b>		<b>5.528</b>	<b>26,25</b>	<b>6.963</b>	<b>35,73</b>

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
<b>RENDA VARIABLE</b>		5.528	26,25	6.963	35,73
<b>INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		5.528	26,25	6.963	35,73
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>		20.471	97,15	17.399	89,32
Inversiones Dudosas, Morosas o en Litigio					

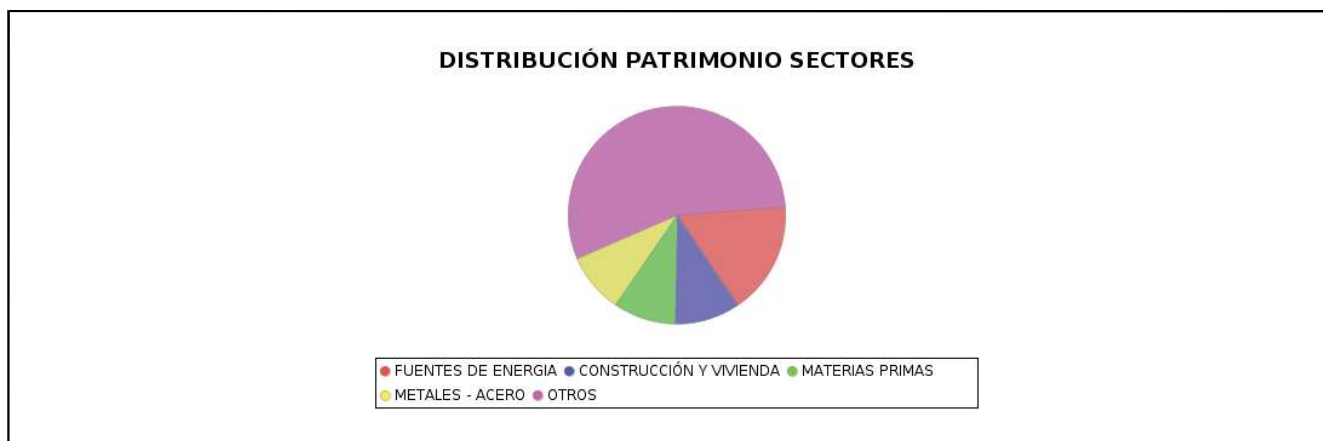
Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

\* Para los valores negociados habrá que señalar si se negocian en Bolsa o en otro mercado oficial.

Los productos estructurados suponen un 0.00 % de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.



### 3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio



### 3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
DJ EURO STOXX 50	Futuros vendidos	1.050	Inversión
CBOE VOLATILITY INDEX (VIX)	Futuros comprados	150	Inversión
S&P 500 INDEX	Futuros vendidos	4.424	Inversión
Total Otros Subyacentes		5.624	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		5.624	

#### 4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal suscripciones/reembolsos		X
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		X
c. Reembolso de patrimonio significativo		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Sustitución de la sociedad gestora		X
f. Sustitución de la entidad depositaria		X
g. Cambio de control de la sociedad gestora		X
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
i. Autorización del proceso de fusión		X
j. Otros hechos relevantes		X

#### 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No ha tenido ningún tipo de hechos relevantes

## 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (superior al 20%)	X	
b. Modificaciones del escasa relevancia en el reglamento		X
c. Gestora y el Depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente	X	
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora o depositario, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas	X	

## 7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

Durante el trimestre se realizaron además otras operaciones vinculadas consideradas repetitivas o de escasa relevancia. Se han realizado operaciones repo en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador. Uno de los consejeros presenta un conflicto de intereses ya que es accionista indirecto en un porcentaje significativo del 10% de la sociedad cotizada AZKOYEN SA, de la que también es consejero dominical, y las carteras de las IICs están invertidas en dicha sociedad con una participación significativa agregada del 3,316%.

## 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

### 1. SITUACIÓN DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO

#### a) Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados

Acabamos de cerrar un primer semestre con realidades algo contrapuestas entre lo que por un lado indican algunos datos macroeconómicos (principio de enfriamiento, ralentización, desaceleración) y la evolución de los mercados, que, en términos generales, han tenido un comportamiento bastante positivo (sobre todo los índices con más peso de tecnológicas).

Decíamos al principio de este año 2023, y seguimos pensando así, que la inflación y los tipos de interés elevados van a estar más tiempo con nosotros de lo que mucha gente descuenta.

Esta situación trae aparejada un cambio de condiciones financieras que creemos están aquí para quedarse al menos unos años, y que contrastan bastante con los tipos de interés reales negativos con los que hemos estado conviviendo estos muchos años atrás.

Hemos repetido muchas veces ya que los males que estamos sufriendo en materia de inflación han sido consecuencia de unos tipos ultra bajos y un desproporcionado incremento de la liquidez en el sistema, especialmente en el periodo transcurrido entre principios del año 2020 y mediados del año 2022.

Es cierto, que la reacción de los bancos centrales ha sido contundente, con la que ha sido la subida de tipos de interés más elevada y rápida de los últimos 50 años, hecho que, entre otras, cosas provocó la quiebra a principios de año de algunos bancos regionales en EE. UU. y que, de no ser por las nuevas inyecciones de liquidez de la Fed, hubiera a buen seguro hecho aflorar muchos otros casos problemáticos. Si la respuesta en materia de tipos ha sido contundente, la retirada de liquidez, sin embargo, está siendo algo más lenta de lo deseable.

Se calcula que la expansión monetaria llevada a cabo entre medidas fiscales y monetarias ha ascendido a unos 10 trillones de dólares en EE. UU., lo que equivale a unos 30.000 dólares de estímulo por habitante.

Para poner esta cifra en contexto, la masa monetaria medida en términos de M2 creció en 2 años (2020-2022) cerca de 7 trillones (americanos) de dólares, cifra equivalente a lo que había crecido durante los 15 años anteriores. Dicho de otra manera, creció a una velocidad casi 8 veces superior a lo normal. De estos 7 trillones, hasta la fecha, tan sólo se ha retirado 1 trillón de dólares, por lo que queda aún mucho camino por recorrer en términos de drenaje de liquidez. Recordad que la M2 mide la cantidad de dinero que un ciudadano tiene en metálico, cuentas corrientes y cuentas de ahorro, en definitiva, dinero que es susceptible de generar consumo/gasto a corto plazo.

Es un dato clave para entender el comportamiento de la oferta monetaria, la inflación y los tipos de interés.

Históricamente, cuando la oferta monetaria se dispara, lo hace también el consumo, tirando fuertemente de los precios en productos y servicios. La retirada de, al menos, una parte significativa de este exceso de liquidez es condición necesaria para volver a tener una senda de precios algo más estable.

Y esta retirada implica necesariamente que antes o después el consumo, los resultados empresariales y el empleo (por este orden) se ralenticen.

Hemos de reconocer que, aunque nos sigue sorprendiendo la fortaleza del consumo, particularmente en EE. UU., creemos que nos estamos aproximándonos a un periodo donde el enfriamiento del consumo pueda empezar a ser más palpable. Por un lado, se debería ir diluyendo la fuerte expansión fiscal vivida en EE. UU. en estos últimos 12 meses. Según datos de Morgan Stanley, en torno a 1 trillón de dólares ha llegado a los estadounidenses de la mano de distintos programas, lo que representaría cerca del 4% del PIB.

Los efectos de estos estímulos fiscales deberían ir diluyéndose en el tiempo (fin de la extensión de los Students loans, fin del Nutrition assistance program, Medicaid programs, etc.).

Por contra, si atendemos a los datos del ISM manufacturero (Purchasing Managers Index), que recoge las previsiones de gestores de compras de infinidad de empresas en EE. UU., éste lleva en contracción desde noviembre del año 2022 y el último dato de junio se situó en 46, cifra no vista desde el primer trimestre del 2020 (en pleno arranque de pandemia). El ISM y S&P 500 suelen comportarse de manera más o menos pareja y, desde hace meses, esta correlación se ha desviado sustancialmente a favor del S&P, lo que indica que o bien el mercado está descontando una mejora sensible de actividad manufacturera en los próximos meses o que existe una desconexión entre los datos adelantados de actividad y lo que los mercados descuentan en cuanto a la evolución de los resultados.

Nos batimos, por tanto, en un contexto de fuerzas contrapuestas, donde por un lado tenemos un consumo aun fuerte, alentado por la que ha sido la mayor expansión monetaria y fiscal de la historia moderna de Estados Unidos (y de una gran parte de las economías desarrolladas) que se enfrenta por otro lado a la contundente respuesta en materia de subidas de tipos y progresiva retirada de liquidez por parte de los bancos centrales, para hacer frente a una inflación cada vez más enraizada en la economía.

Este choque de fuerzas nos hace seguir siendo cautos con el crecimiento de los resultados empresariales que muchas economías descuentan.

#### b) Decisiones generales de inversión adoptadas

Inversión en acciones cuyos negocios se encuentran infravalorados por el mercado.

#### c) Índice de referencia

STOXX Europe 600 NR (incluye dividendos). Dicho índice obtuvo una rentabilidad del +10,85% en el periodo, que compara con un +1,83% del fondo, es decir, un diferencial en rentabilidad de -9,04%. La cartera tiene un sesgo hacia sectores más cíclicos, como pueden ser consumo discrecional o materiales, que tuvieron un peor comportamiento durante el trimestre.

#### d) Evolución del Patrimonio, participes, rentabilidad y gastos de la IIC

El patrimonio sube desde 19,50 millones de euros hasta 21,08 millones de euros, es decir un 8,10%. El número de participes sube desde 133 a 149. La rentabilidad en el semestre ha sido de un 1,83%. La rentabilidad de la Letra del Tesoro a un Año para este periodo ha sido de 2,89%.

#### e) Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora

La rentabilidad del fondo hasta el 30/06/2023 ha sido del +1,83%, que compara con el +3,46% de la SICAV (La Muza Inversiones)

### 2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

#### a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo

Durante el primer semestre, hemos aumentado inversiones en Atalaya, CIE, Elecnor, IPCO, y ROVI, mientras que redujimos en Galp, Indra, Quálitas y Parlem. También, salimos de Flatex y Inditex. Ninguno de estos movimientos ha significado un cambio de ponderación relevante en nuestra cartera y tras estos ligeros cambios de ponderación esta siempre el mismo razonamiento fundamental que no es otros que el de aprovechar las diferencias que hay entre la evolución de las cotizaciones y nuestra valoración intrínseca de cada una de esas compañías.

#### b) Operativa de préstamos de valores

No aplica.

#### c) Operativa en derivados y adquisición temporal de activos

Compra y venta de opciones y futuros sobre acciones e índices. La operativa en derivados es consecuente con la visión macro que teníamos desde finales del año 2021. En concreto, vemos con mucha cautela la consecuencia que la evolución de los tipos de interés y la inflación iba a tener en los múltiplos de valoración de algunos índices, especialmente en EE. UU. EL S&P 500 tiene aún unas estimaciones de crecimientos de beneficios para el 2023 muy optimistas y creemos que no recogen de manera prudente el impacto que inflación y tipos de interés van a tener en las cuentas de resultados de muchas compañías y en los múltiplos a los que tendrían que valorarse.

#### d) Otra información sobre inversiones

No aplica.

### 3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD

El fondo no tiene ningún objetivo concreto de rentabilidad, más allá de obtener una revalorización a largo plazo del capital invertido.

### 4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO

La volatilidad del fondo hasta el 30/06/2023 ha sido del 8,72%, que compara con el 0,12% de la Letra del Tesoro a 1 año.

### 5. EJERCICIO DERECHOS POLÍTICOS

El ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a los valores que integren las carteras de las IIC se hará, en todo caso, en interés exclusivo de los socios y participes de las IIC gestionadas. El Consejo de Administración de la Sociedad Gestora ha establecido (tanto para cumplir con la normativa legal vigente como para actuar en interés de los socios y participes de las IIC gestionadas) que siempre se ejercerán los derechos de asistencia y voto en las Juntas Generales de Accionistas si se da cualquiera de los siguientes supuestos: i) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, siempre que la participación de las IIC y resto de carteras institucionales gestionadas por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora tuviera una antigüedad superior a DOCE (12) meses y dicha participación represente, al menos, el UNO POR CIENTO (1%) del capital de la sociedad emisora. ii) Cuando el ejercicio del derecho de asistencia comporte el pago de una prima.

Durante el ejercicio se ha delegado el voto en las Juntas Generales de Accionistas de las siguientes compañías: AZKOYEN, GENERAL DE ALQUILERA DE MAQUINARIA, GLOBAL DOMINION, INMOBILIARIA DEL SUR, INVERSA PRIME, MIQUES Y COSTAS, OHL, TUBACEX, IBERPAPEL, ELECNOR, LLORENTE Y CUENTA Y SACYR.

### 6. INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS CNMV

Nada que indicar.

### 7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS

No aplica.

### 8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANÁLISIS

El Fondo ha soportado durante el primer semestre del ejercicio 2023 gastos derivados de los servicios de análisis financiero sobre inversiones. Los servicios de análisis constituyen pensamiento original y proponen conclusiones significativas, que no son evidentes o de dominio público, derivadas del análisis o tratamiento de datos, que pueden contribuir a mejorar la toma de decisiones de inversión para el Fondo. Esta Sociedad Gestora elabora un presupuesto anual de gastos de análisis con la correspondiente asignación de los costes a soportar por cada IIC. La periodificación e imputación en el valor liquidativo de cada IIC de los gastos asignados se realiza diariamente. Los gastos de análisis soportados por el Fondo en el primer semestre del ejercicio 2023 han ascendido a 4.000,00 euros, equivalentes a un 0,02% del patrimonio medio del Fondo durante el periodo mencionado.

## 9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS)

No aplica.

### 10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVISIBLE DEL FONDO

De cara a la segunda mitad de 2023, 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 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 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.

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.

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 sí. 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), está aquí para quedarse más tiempo del que muchos podemos pensar.

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 está asumiendo.

## 10. Información sobre las políticas de remuneración

Sin información

## 11. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total

Sin información