



Carta Mensual MUZA, FI

Septiembre 2023





MUZA, FI

Ficha mensual, 30 de septiembre de 2023

Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una subida en **septiembre** del **1,23%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€16,43 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, cayó un 1,66%.

La **rentabilidad en el año** se sitúa en el **+5,83%**, frente al +8,52% del índice de referencia.

Desde su **inicio** (junio de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+64,3%** y una rentabilidad anualizada del **+12,3%**, frente al +29,4% y al +6,2%, respectivamente, del índice de referencia.

Principales contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
Repsol	0,78%	CIE	(0,40%)
IPCO	0,40%	Befesa	(0,40%)
Elecnor	0,34%	Sacyr	(0,32%)
Atalaya	0,27%	Singular People	(0,25%)
Tubacex	0,24%	Katek	(0,17%)

Rotación de posiciones

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

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
	Alantra	Danieli	CAF
			ROVI
			Quálitás

Derivados y liquidez

Seguimos manteniendo una posición corta a través de futuros sobre los índices S&P 500 y EURO STOXX 50, que representa alrededor del 25% del patrimonio del fondo. Adicionalmente mantenemos un nivel de liquidez del 16,8%.

Actualmente, estamos invertidos en **36 compañías**. Las **20 inversiones** primeras inversiones cerca del 70% del patrimonio del fondo.

*incluye dividendos



Visión sobre los mercados e inversiones

Hemos finalizado el tercer trimestre del año 2023 en un entorno de mercado donde parece empezar a descontarse un cierto enfriamiento de la actividad económica.

En paralelo, los datos de inflación siguen mostrando una resistencia mayor a la esperada, lo que está afianzando la idea de que los tipos van a mantenerse altos durante más tiempo del que muchos inicialmente pensaban.

Reflejo de esta situación son también los actuales niveles de rentabilidad de la deuda pública, alcanzando rentabilidades no vistas desde hace más de 15 años, en el caso del bono a 10 años americano (cerca al 5%).

Es conveniente que nos detengamos un momento en este tema de las rentabilidades de la deuda pública para entender un poco mejor el contexto en el que, muy presumiblemente, nos vamos a mover durante los próximos meses.

Las explicaciones para justificar el mal comportamiento de la deuda pública en estos últimos meses son varias, pero la más significativa y fácil de entender es el hecho de que los Bancos Centrales han dejado de comprar deuda. Por primera vez desde hace años, los principales compradores de deuda pública han vuelto a ser los tradicionales “bond vigilantes” que son fundamentalmente fondos, aseguradoras y Bancos.

Estos “bond vigilantes”, a diferencia de los Bancos Centrales, revisan de manera constante los datos y previsiones de inflación, el equilibrio presupuestario y las políticas fiscales de los países emisores, ajustando la rentabilidad que exigen a la evolución de estos indicadores.

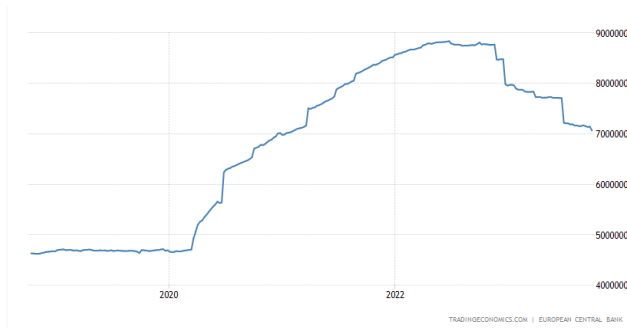
Dicho de otra manera, las yields (rentabilidades) de la deuda pública han dejado de estar “intervenidas” de manera artificial por los Bancos Centrales y pasan ahora a estar expuestas al escrutinio de unos mercados que exigen unos rendimientos más acordes a la situación macroeconómica que nos rodea.

Es en esta nueva normalidad de rentabilidades de la deuda donde las principales Economías desarrolladas van a tener que desenvolverse, por lo menos, hasta que este controlada la inflación.

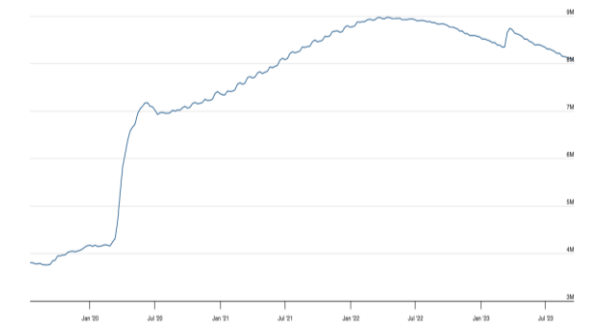
La Fed ha rebajado “tan sólo” 1 trillón de dólares (el trillón americano tiene 12 ceros) el tamaño de su balance y, aun así, sigue teniendo 8 trillones de dólares, cuando antes de comenzar la pandemia estaban en 4 trillones. En el caso del BCE, la reducción del tamaño de su balance ha sido de 1,8 trillones, hasta los 7 trillones actuales, cifra que comprara con los 4,8 trillones previos a la pandemia (ver gráficos en la página siguiente). En esta misma dinámica están también muchos otros Bancos Centrales, lo que implica la retirada de muchos trillones de liquidez del sistema y la consecuente escalada de rentabilidades de la deuda.



Balance de la Reserva Federal



Balance del Banco Central Europeo



Tenemos que asumir, por tanto, que el mundo del “dinero cuasi gratis” con el que hemos convivido estos últimos más de 15 años se ha terminado y que el coste del capital vuelve a tener eso, “un coste”, cuya principal implicación debería ser el ajuste de las valoraciones de muchos activos.

La deuda, evidentemente, ha sido la primera en asumir su corrección de valor, con el que, probablemente, haya sido el peor episodio de pérdida de valor de la renta fija en la historia moderna de la economía (consecuencia de la que ha sido la subida más rápida de tipos de interés de los últimos 50 años).

Sin embargo, creemos que no podemos decir lo mismo de muchos segmentos de la Renta Variable. Si una compañía se valora en función de las expectativas de sus beneficios, podemos cuestionarnos en qué medida el actual contexto de tipos de interés, inflación y ralentización del consumo podrían afectar a los mismos. Lo que no es cuestionable es que las tasas de descuento que debemos aplicar para valorar esos beneficios son ahora sustancialmente superiores a lo que lo eran hace tan sólo unos meses.

¿Y este ajuste general de valoraciones porque no se ha producido? Podría ser la causa primordial el aun buen momento de resultados, consecuencia quizás del efecto retardado que suelen tener las subidas de tipos en la economía. La Fed y el BCE, empezaron a subir tipos hace 18 meses aproximadamente y el impacto de las subidas suele tener un decalaje de entre uno y dos años, máxime cuando el ahorro de las familias era especialmente alto tras la salida de la pandemia.

En el caso de las empresas, ocurre un poco lo mismo, las cuentas de resultado no sufren sino sufre el consumo. Se observa ya en muchos casos, eso sí, el impacto de unos gastos financieros crecientes a medida que van venciendo financiaciones “baratas” y hay que sustituirlas por los tipos actuales.

Especular sobre el movimiento de los mercados está en las antípodas de nuestra filosofía de inversión, entender sin embargo en que contexto macroeconómico nos encontramos en estos momentos, y qué consecuencias puede tener en la actividad económica y en nuestras inversiones sí es algo que debemos hacer.



MUZA, FI

Ficha mensual, 30 de septiembre de 2023

Tenemos claro que los actuales tipos de interés no estimulan el consumo y la inversión como antaño y seguiremos asistiendo a un claro drenaje de liquidez del sistema por parte de los Bancos Centrales. Es muy previsible que las empresas se tengan que enfrentar a dificultades de refinanciación o excesivo apalancamiento en algunos casos (no hemos visto aún ninguna crisis de crédito, más allá de los problemas con los bancos regionales americanos a principios de año).

Es una realidad también que el actual contexto de rentabilidades de la renta fija (RF) en sus distintas modalidades (pública, privada, high yield, prestamos, etc.) compite ya en muchos casos de “tú a tú” con las rentabilidades de la Renta variable (RV), teniendo la RF, en la mayoría de los casos, un perfil de riesgo-rentabilidad mucho mejor que la RV. Esto debería provocar un transvase continuo de ahorro desde la RV hacia la RF hasta que los diferenciales de riesgo-rentabilidad entre ambas clases de activos se normalicen.

Mucho inversor no natural en la RV había sido expulsado de la RF por la baja rentabilidad de la deuda.

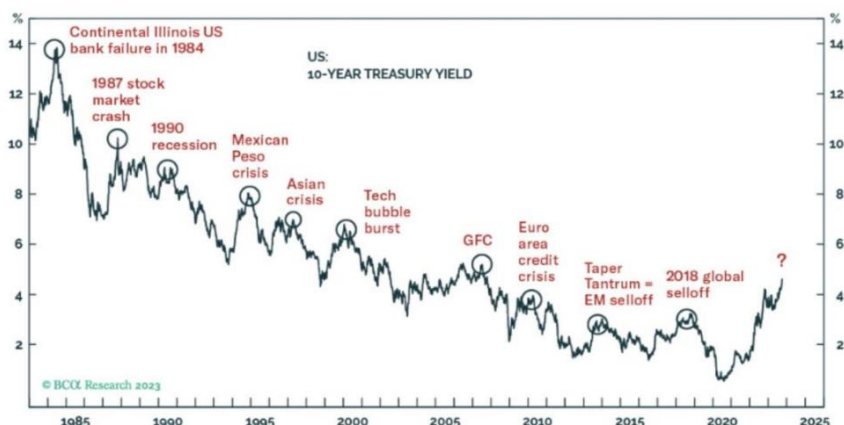
Esta situación debería ir revirtiendo una vez que las rentabilidades están de vuelta en en la RF.

Aunque no creemos que eventos pasados tengan que repetirse, hay análisis que empiezan a comparar el comportamiento de los mercados en los meses previos a la crisis de octubre de 1987 con los que estamos viviendo hoy en día. En ambos casos, coincide un repunte sensible de las rentabilidades de la deuda pública con un comportamiento muy positivo de los mercados de renta variable (sobra decir como terminaron los acontecimientos en octubre de 1987).

En los últimos 40 años, no hemos asistido a un episodio de subida de yields significativo sin que éste haya desencadenado, antes o después, algún tipo de ajuste abrupto (ver gráfico debajo).

Seguimos opinando que la probabilidad de que asistamos a un “accidente financiero” no es menor y, siendo coherentes con esta visión, nos parece prudente seguir manteniendo el nivel de coberturas y liquidez que tenemos actualmente en las carteras de nuestros fondos.

A Rise In Bond Yields Typically Ends With A Financial Accident





Principios de inversión

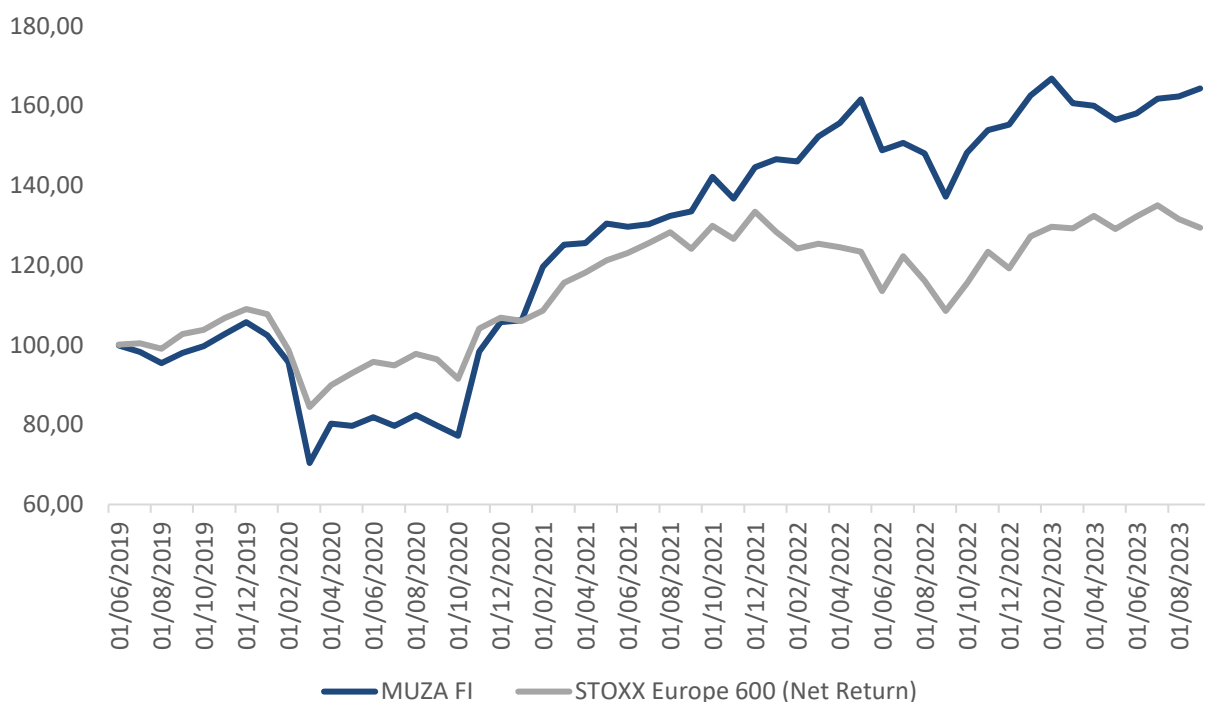
Buscamos negocios que podamos entender y conocer bien, con equipos de gestión y/o propietarios que tengan los mismos intereses que nosotros a largo plazo.

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 30/09/2023



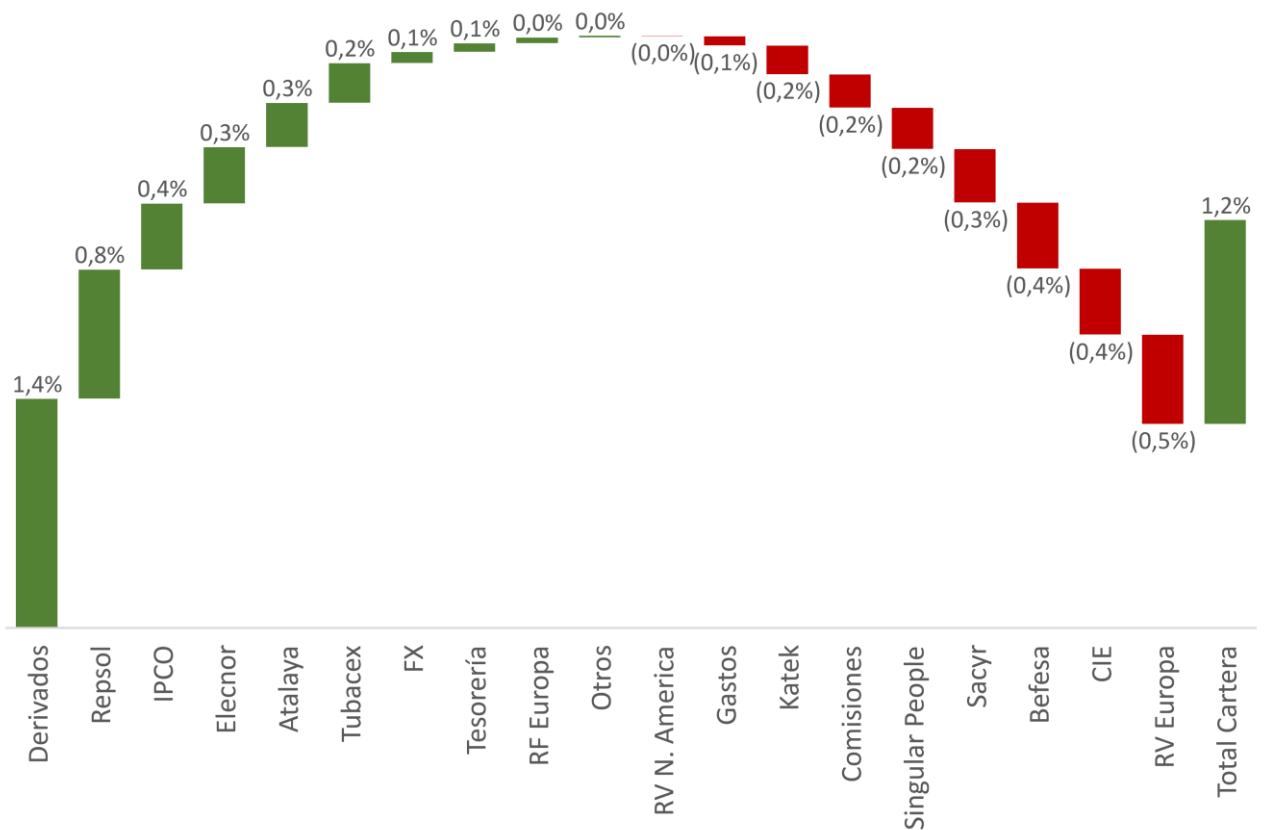
	MUZA FI	STOXX
Rentabilidad acumulada	64,3%	29,4%
Rentabilidad anualizada	12,3%	6,2%

Rentabilidad mensual y anual

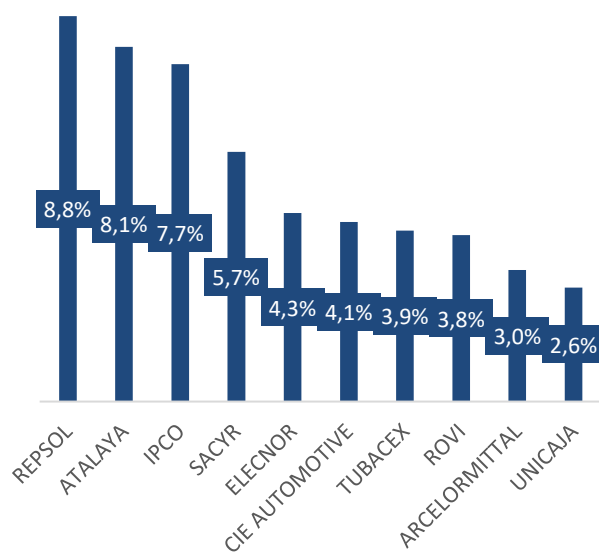
AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	MUZA FI	STOXX
2019						(0,19%)	(1,58%)	(2,85%)	2,70%	1,71%	3,07%	2,85%	5,68%	8,98%
2020	(3,08%)	(6,57%)	(26,45%)	13,96%	(0,66%)	2,69%	(2,64%)	3,45%	(3,25%)	(3,19%)	27,37%	7,49%	0,00%	(1,99%)
2021	0,45%	12,68%	4,63%	0,32%	3,86%	(0,59%)	0,48%	1,62%	0,82%	6,51%	(3,86%)	5,81%	36,81%	24,91%
2022	1,39%	(0,42%)	4,31%	2,21%	3,83%	(7,90%)	1,21%	(1,74%)	(7,36%)	8,08%	3,83%	0,87%	7,35%	(10,64%)
2023	4,71%	2,60%	(3,67%)	(0,43%)	(2,19%)	1,02%	2,35%	0,32%	1,23%	-	-	-	5,83%	8,52%

Atribución de resultados

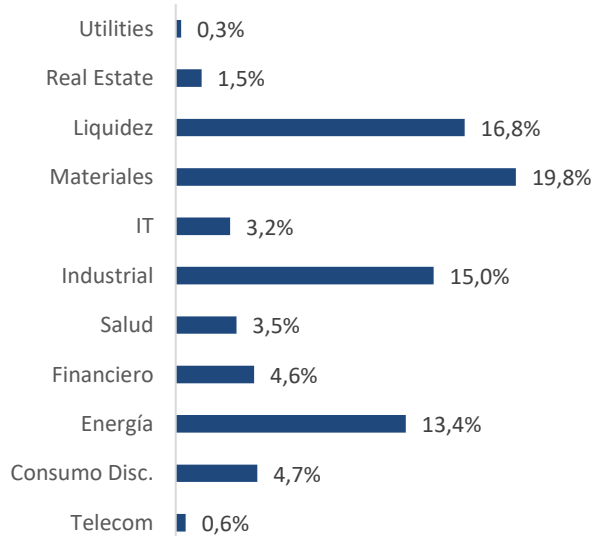
SEPTIEMBRE



Principales posiciones



Distribución sectorial*



*incluye derivados



INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: MUZA, FI

Fecha Inicio: 21/06/2019

Patrimonio: €21,4 millones

Valor Liquidativo a 30/09/2023: €16,426

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. Depositaria: 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 constituye "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

CITYWIRE ESPAÑA BEST FUND GROUP 2023
EQUITY - EUROPE
MUZA GESTION DE ACTIVOS

