



# Carta Mensual MUZA, FI

Diciembre 2023

**CITYWIRE**  
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023  
**EQUITY - EUROPE**  
MUZA GESTION DE ACTIVOS





MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

### Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una subida en **diciembre** del **2,78%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€16,96 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return\*, subió un 3,84%.

La **rentabilidad en 2023** se situó en el **+9,28%**, frente al +15,81% del índice de referencia.

Desde su **inicio** (junio de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+69,6%** y una rentabilidad anualizada del **+12,4%**, frente al +38,1% y al +7,4%, respectivamente, del índice de referencia.

### Principales contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
Atalaya	1,03%	Derivados	(1,13%)
IPCO	0,92%	Repsol	(0,33%)
Elecnor	0,70%	Unicaja	(0,32%)
ArcelorMittal	0,35%	Ence	(0,11%)
ROVI	0,29%	Navigator	(0,07%)

### Rotación de posiciones

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

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
	Azkoyen	CAF	OHLA
	Elecnor	RHI Magnesita	
	Ence		
	Singular People		

### Derivados y liquidez

Mantenemos una posición corta a través de futuros sobre el índice S&P 500 que representa alrededor del 30% del patrimonio del fondo. Adicionalmente mantenemos un nivel de liquidez del 10,8%.

Actualmente, estamos invertidos en **35 compañías**. Las **20 inversiones** primeras inversiones cerca del 80% del patrimonio del fondo.

\*incluye dividendos



MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

### Cierre 2023 y visión sobre los mercados

El fondo ha cerrado el año 2023 con una rentabilidad del 9,3%. Por un lado, nuestras inversiones se han comportado razonablemente bien, apoyadas de manera general en el buen comportamiento de los mercados tanto Europa como en EE.UU. Al mismo tiempo, tenemos que reconocer nuestra frustración por el estado de complacencia de los mercados frente a unas valoraciones, principalmente en EE.UU., que nos siguen pareciendo excesivas, teniendo en cuenta el entorno general de crecimiento de la economía (ralentización) y el contexto probable de tipos de interés a medio plazo.

Esta visión nos ha hecho mantener a lo largo del año posiciones de protección sobre índices (fundamentalmente S&P 500 y en menor medida Eurostoxx 50) que han drenado una cantidad significativa de rentabilidad (5,7%) a nuestro vehículo.

Siempre hemos defendido y lo seguimos haciendo, que es un ejercicio complejo intentar anticipar la evolución de los mercados basados en predicciones estrictamente macroeconómicas. Hay infinidad de imponderables que pueden hacer que tus predicciones sean incorrectas, o que, siendo correctas, se distancien mucho en el tiempo, lo que en ambos casos produce resultados no deseados, al menos a corto plazo.

Lo que ha sucedido en el 2023 ha sido probablemente un buen ejemplo de esto último.

La razón que nos ha llevado a ir contra nuestra disciplina de no intentar anticipar movimientos de mercado basados en realidades macroeconómicas es el hecho de que, en esta ocasión, los riesgos a los que eventualmente nos podríamos haber enfrentado podían haber sido lo suficientemente severos como para hacernos asumir el riesgo de no estar en lo cierto.

Una serie de factores han estado detrás del buen comportamiento de los mercados, particularmente en EE.UU. El primero y más evidente es que no se ha producido una recesión de la economía (aunque si hemos tenido y seguimos teniendo indicadores de desaceleración en ambos lados del Atlántico).

Otro factor que indudablemente afectó a los mercados muy positivamente, sobre todo en el último tramo del año 2023, fueron unos datos de inflación más contenidos (aunque aún lejos de los objetivos de los bancos centrales), lo que propició cambios de discurso relativamente bruscos por parte de la Fed en cuanto a no sólo no seguir subiendo tipos de interés sino a posibles bajadas a lo largo del 2024 (cinco bajadas en el conjunto del año), provocando un fuerte rally, tanto en la deuda como en algunos sectores de la renta variable.



## MUZA, FI

## Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

Toda esta recuperación de los mercados se ha dado a pesar de que siguen observando, como mencionábamos anteriormente, muchos indicadores de ralentización económica tanto en EE.UU. como en Europa.

[El mercado descuenta ya una bajada sensible de tipos de interés y una contención de la inflación... Nos parece un poco precipitado](#)

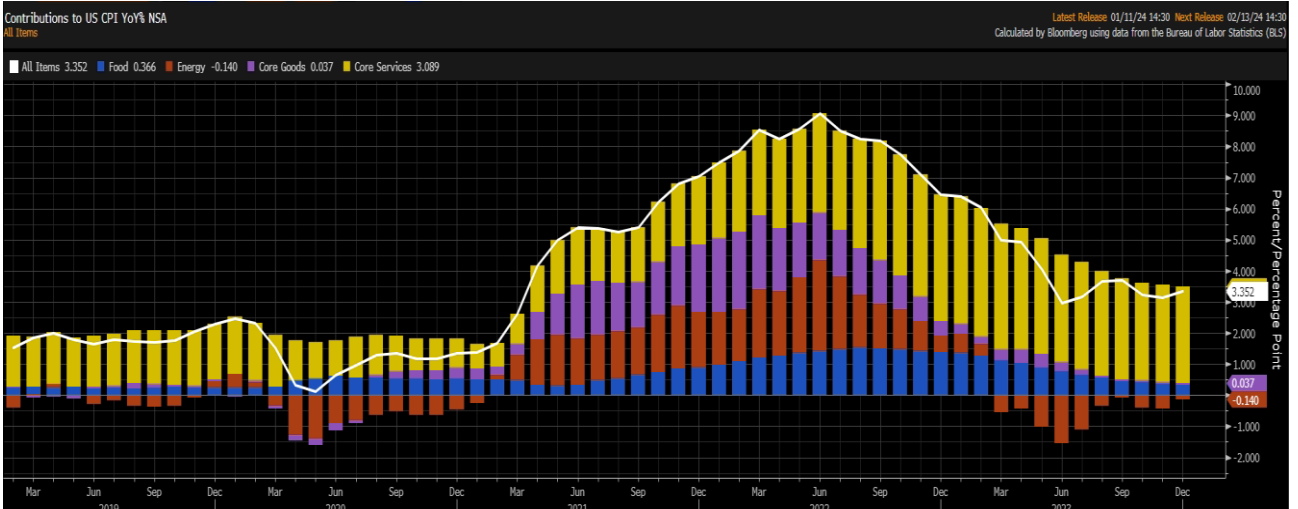
Una de las cuestiones importantes de cara al 2024, una vez se calme un poco la “euforia” sobre las posibles bajadas de tipos de los próximos meses, es si efectivamente se consolida la senda de corrección de la inflación (nosotros no somos aun tan optimistas como el mercado) y en qué medida son por tanto razonables las bajadas de tipos previstas para este año.

Es pronto desde nuestro punto de vista para certificar la existencia de una senda controlada

de inflación que haga pensar que los tipos de interés van a empezar a descender al ritmo que descuentan los mercados. La razón detrás de nuestro escepticismo está en lo que se denomina *super core inflation*, que incluye los precios de servicios excluyendo vivienda y energía. Este indicador mide el impacto que tienen las subidas salariales en los precios de los servicios (los salarios son la principal fuente de coste en los servicios).

Durante una gran parte del 2021 y 2022, la inflación estuvo sustentada por la evolución de los precios de energía y su traslación a los precios de los productos. Desde la última parte del año 2022 y sobre todo en el 2023, han sido los salarios, los que más han tensionado la inflación. Esto se ve en los servicios (barras amarillas, debajo en el gráfico) ya que es un sector muy sensible a las subidas salariales.

### Evolución IPC EE.UU. 2019-2023 Desglose por Servicios, Productos, Energía y Alimentos,



Servicios

Productos

Energía

Alimentos



## MUZA, FI

## Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

El descenso en los niveles de inflación vivido en el año 2023 se ha debido fundamentalmente a la normalización de las cadenas de suministro y la caída de los precios de la energía. Sin embargo, se sigue sufriendo una inflación elevada en los servicios, la más persistente y complicada de abatir, máxime en un contexto de mercado laboral muy tensionado como es el estadounidense donde, sin ir más lejos, las revisiones salariales de cara a este año 2024 están, según diversas fuentes estadísticas, en el entorno del 4%.

### [La deuda, el déficit y la reducción de balance de los bancos centrales. Implicaciones para la posible evolución de las “rentabilidades” de la deuda](#)

Otro frente que también incumbe a la futura evolución de la rentabilidad de la deuda tiene que ver con el apetito inversor ante las fuertes emisiones de los bancos centrales a lo largo del año 2024. En estos últimos años y especialmente desde la pandemia, los bancos centrales habían copado gran parte de las compras de deuda

pública. La retirada progresiva como compradores de dicha deuda (*QT - Quantitative Tightening*) deja un espacio que tiene que ser cubierto por los compradores naturales de estos activos, sobre todo, inversores institucionales. Será cuanto menos interesante observar el comportamiento de los denominados *Bond Vigilantes* (la acción que ejercen/exigen sobre las rentabilidades de los bonos los grandes compradores institucionales), no siendo descartable, desde luego, que estos compradores puedan presionar nuevamente al alza las rentabilidades.

El déficit de muchas economías desarrolladas, empezando por EE.UU. (en cifras cercanas al 6% o 1,7 trillones de dólares) y terminando por muchos países de la UE, está aún lejos de los objetivos y equilibrios razonables, máxime en un entorno de tipos más caros.

El pago de intereses por la deuda en EE.UU. se ha prácticamente duplicado desde la pandemia, pasando de unos 500 billones de dólares a cerca de 1 trillón (ver gráfico debajo).

### Evolución pago de Intereses sobre la Deuda Federal EE.UU.





## MUZA, FI

## Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

Esta cifra de intereses actualmente representa un porcentaje cercano al 2% del PIB americano y, de seguir la tendencia, se estima que podría superar el 3% en el año 2026, lo que supondría acercarse a los niveles máximos de los años 90.

Otras muchas economías tienen sus niveles de endeudamiento ampliamente por encima del 100% del PIB, en un entorno de tipos que mucho nos tememos va a seguir encareciendo el coste de financiación de los países según se sigan renovando las emisiones. Estados Unidos está actualmente en el 120% de endeudamiento sobre PIB, el nivel más elevado de los últimos 60 años.

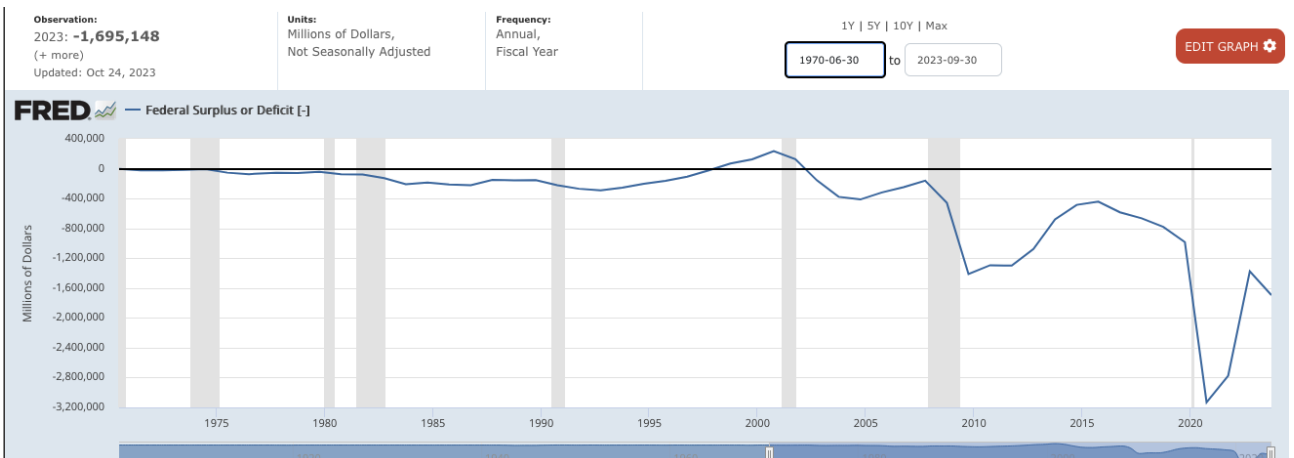
En este contexto, la cantidad de deuda que este año va a ir a parar a instituciones y particulares va a depender en cierta medida del ritmo al que la Fed y otros bancos centrales sigan encogiendo su balance. Desde mayo del 2022, fecha en la que la Fed empezó a reducir su balance, hasta finales del 2023, el saldo se ha reducido en tan

“sólo” 1,3 trillones de dólares de los 5 trillones que incrementaron. Se empiezan a oír ya declaraciones afirmando que, una vez la inflación de síntomas de enfriamiento, quizás sea el momento adecuado para que la Fed reduzca el ritmo de reducción de su balance.

Siendo este año 2024 un año electoral, no es descabellado pensar en una parada del QT para no generar tensiones innecesarias en las nuevas emisiones de deuda que, no sólo tendrán que cubrir vencimientos, sino que también tendrán que financiar el 6% de déficit previsto, o 1,7 trillones de dólares de nueva deuda (ver gráfico debajo).

Por el contrario, si la inflación no responde correctamente, la Fed eventualmente tendría que seguir reduciendo su balance a los ritmos actuales (unos 65 billones de dólares al mes) y esto podría presionar o mantener al menos las *yields* elevadas durante más tiempo del que la gente anticipa.

### Déficit Federal EE.UU. 1970-2023





## MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

### ¿Soft landing? Demasiado optimista

¿Cabe pensar en bajadas de tipos, relajación del QT, contención de la inflación y una no excesiva ralentización de la economía, todo al mismo tiempo?

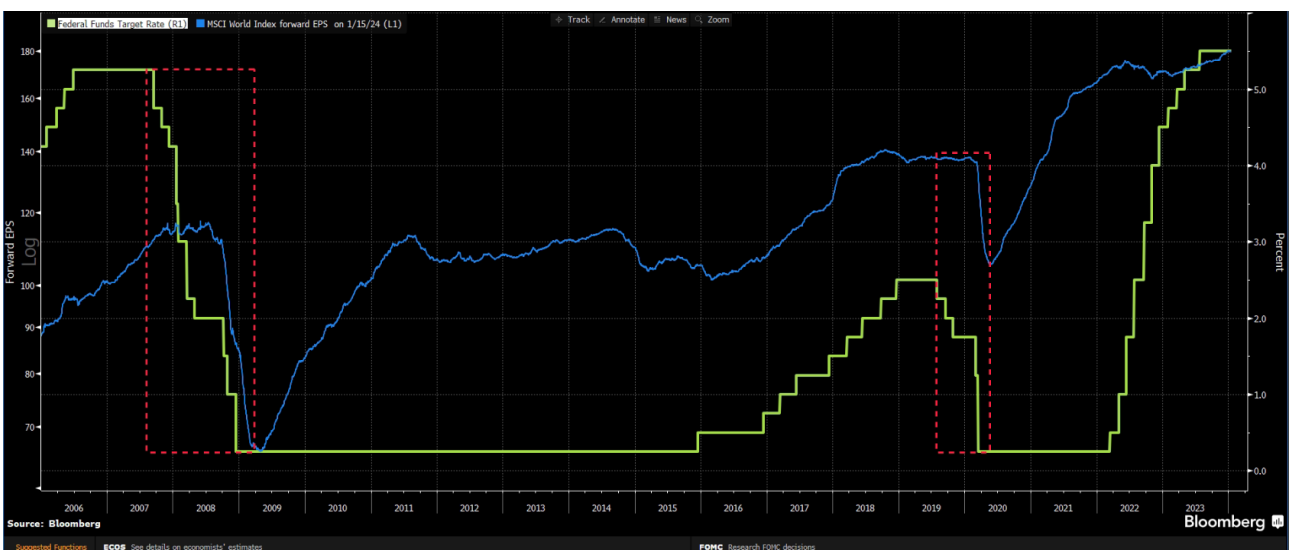
La narrativa actual sobre un *soft landing*, donde todos los astros están alineados para que la economía y los resultados empresariales no pierdan fuelle, la inflación siga corrigiendo y se puedan bajar tipos sin riesgo a que volvamos a ver presiones inflacionistas, es lo que parece quisieron descontar los mercados a finales del año 2023. Nuestra visión es algo más prudente en cuanto a la posible evolución de la inflación, los resultados empresariales y la relajación de los tipos de interés de cara a este año 2024.

La historia no tiene por qué repetirse, pero a veces tiende a comportarse de manera muy

similar. Si se consolidara finalmente la bajada de la inflación y los tipos de interés, sería muy probable anticipar también una corrección en los beneficios empresariales (lo que por cierto debería producir ajustes en la valoración de muchos sectores de la renta variable).

No es casualidad que históricamente coincida el comienzo de bajadas de tipos de interés con caídas en los resultados empresariales pocos meses después (ver gráfico debajo). Quizás sea justamente este razonamiento el que este detrás del cambio de discurso de la Fed a finales del año pasado. Casualmente hace unos días (16 de enero) se publicó el peor dato de actividad manufacturera en el Estado de Nueva York de los últimos 30 años (exceptuando los peores meses de la pandemia), además de otros muchos indicadores que están mostrando ralentización en las principales economías.

### Tipos de Interés en EE.UU. vs Beneficios del Indice MSCI World



Tipos Referencia EE.UU.

Beneficios MSCI World



## MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

Sea cual sea el resultado de todas estas variables a lo largo del 2024, debemos asumir que el escenario menos probable sea el de que todo se va a ir asentando de manera ordenada (*soft landing*). Nuestra visión, algo más prudente, sería la de pensar en pensar en dos posibilidades:

1. Tipos a la baja por un claro enfriamiento, tanto de la economía como de las presiones inflacionistas, con el consecuente impacto que esto tiene en los resultados empresariales y en las valoraciones de la renta variable.
2. Un segundo escenario donde no haya enfriamiento de la economía y la inflación no ceda tan fácilmente (especialmente, la *super core*), lo que pondría mucha presión en los bancos centrales para no precipitarse con bajadas de tipos. Aquí volvería a sufrir la deuda pública y sobre todo el segmento *growth* de la renta variable. Por cierto, las compañías de “valor” vuelven a estar en mínimos históricos de comportamiento respecto a las compañías de crecimiento (ver gráfico debajo.)

### Conclusiones

No estamos, por tanto, excesivamente cómodos con la realidad que nos rodea. Vemos poco prudente asumir una solución al problema de la inflación que no pase por un periodo prolongado de enfriamiento de la economía, lo que a su vez nos hace pensar en que las valoraciones de muchas compañías tienen que tender a ajustarse, no sólo a un crecimiento económico menor sino también a unos tipos de interés que van a permanecer más elevados durante más tiempo del que muchos descuentan.

En este contexto, sabemos que nuestras inversiones pueden sufrir a corto plazo ya que, aunque tenemos compañías que no tienen riesgo de valoración (más bien lo contrario), navegamos en unos mercados que, eventualmente, pueden pasar de la complacencia al otro extremo, lo que nos lleva a seguir manteniendo un cierto nivel de protección en nuestras carteras.

### Russell 1000 - Retorno de compañías de Valor vs. compañías de Crecimiento 1994-2023







MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de diciembre de 2023

## Principios de inversión

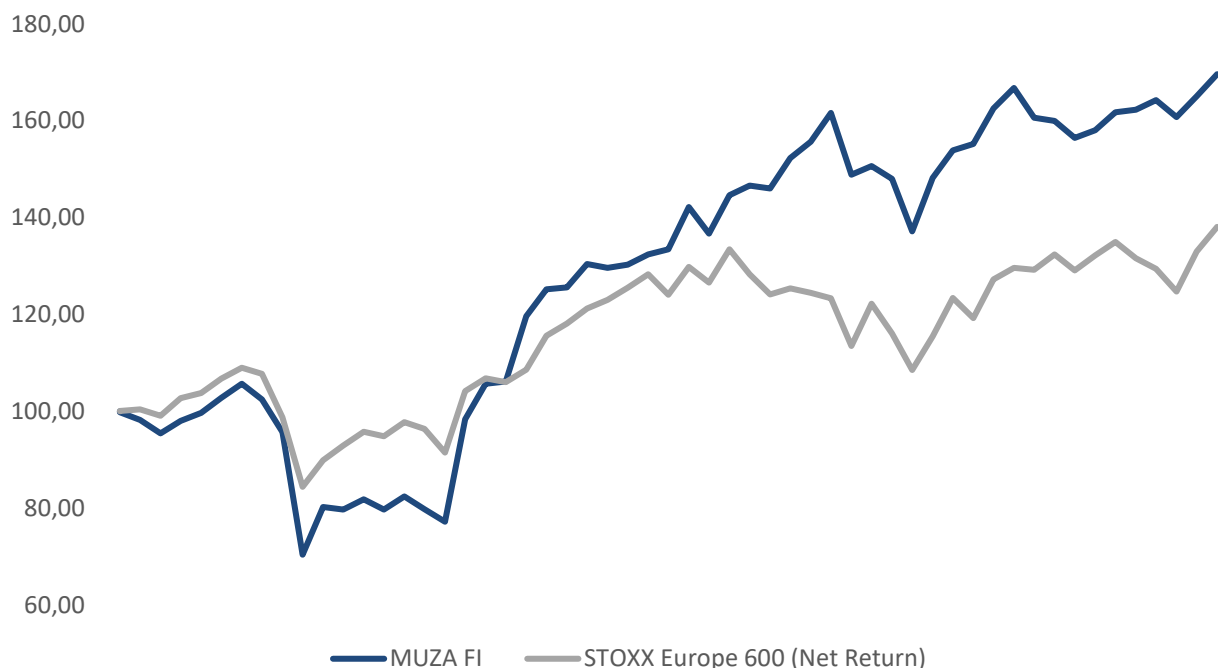
Buscamos negocios que podamos entender y conocer bien, con equipos de gestión y/o propietarios que tengan los mismos intereses que nosotros a largo plazo.

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 31/12/2023

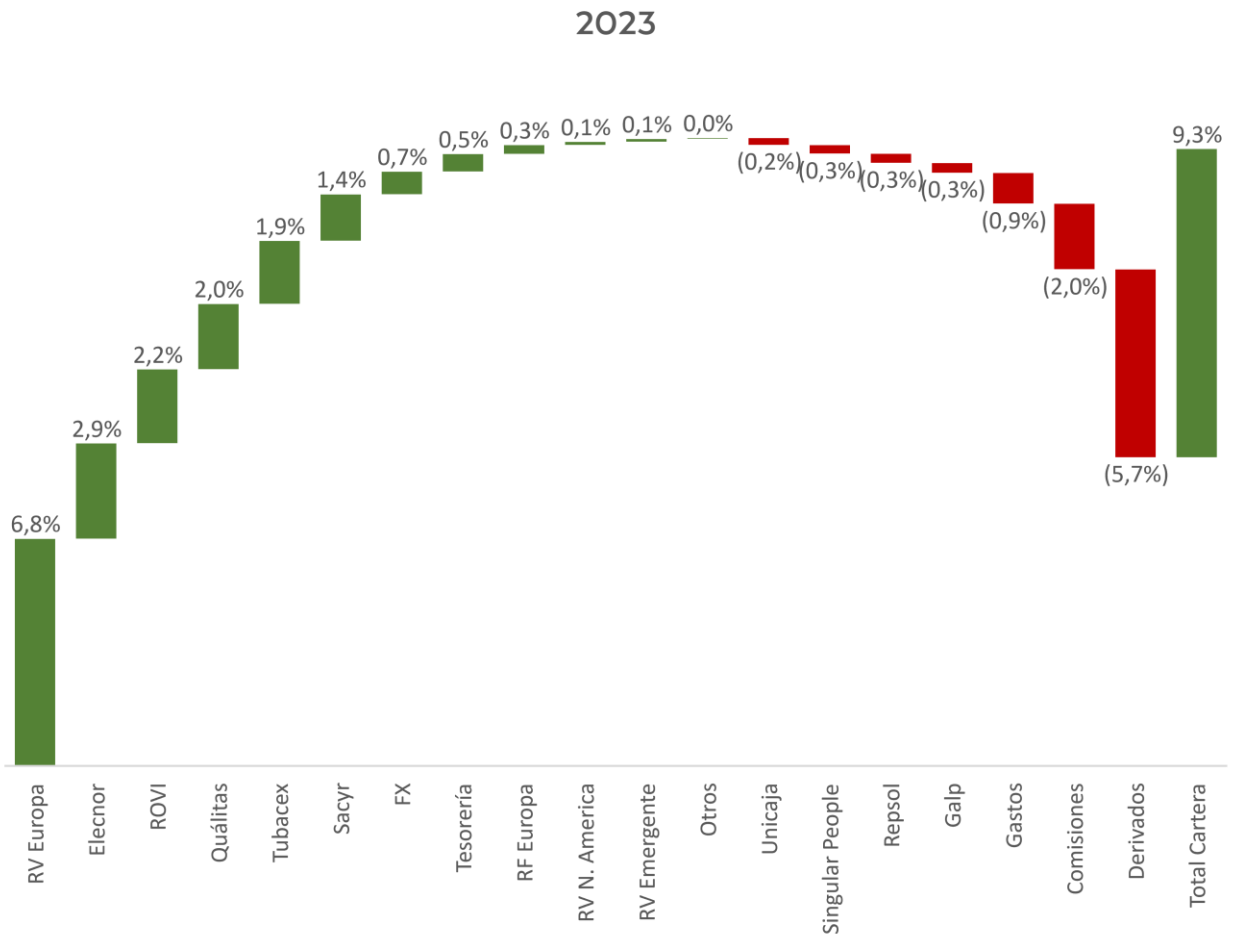


	MUZA FI	STOXX
Rentabilidad acumulada	<b>69,6%</b>	<b>38,1%</b>
Rentabilidad anualizada	<b>12,4%</b>	<b>7,4%</b>

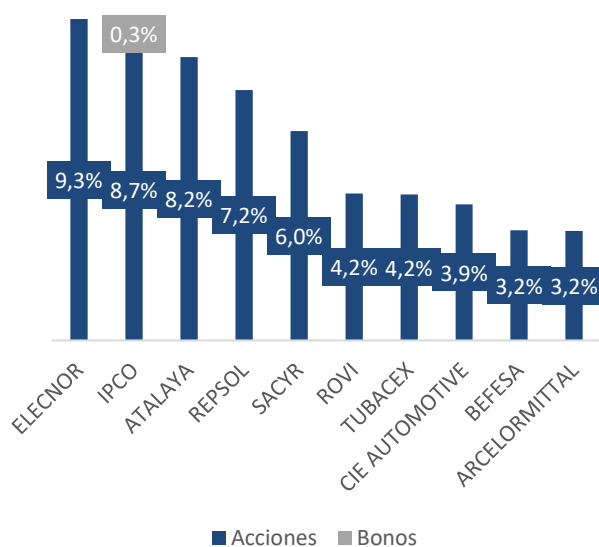
## Rentabilidad mensual y anual

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%	<b>5,68%</b>	<b>8,98%</b>
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%	<b>0,00%</b>	<b>(1,99%)</b>
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%	<b>36,81%</b>	<b>24,91%</b>
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%	<b>7,35%</b>	<b>(10,64%)</b>
2023	4,71%	2,60%	(3,67%)	(0,43%)	(2,19%)	1,02%	2,35%	0,32%	1,23%	(2,14%)	2,67%	2,78%	<b>9,28%</b>	<b>15,81%</b>

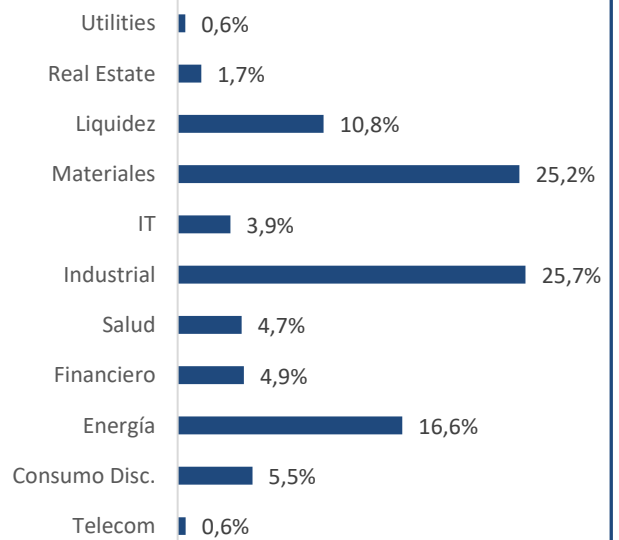
Atribución de resultados



Principales posiciones



Distribución sectorial\*



\*no incluye derivados



## INFORMACIÓN GENERAL

**Vehículo:** MUZA, FI

**Fecha Inicio:** 21/06/2019

**Patrimonio:** €22,6 millones

**Valor Liquidativo a 31/12/2023:** €16,962

**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](http://www.muzagestion.com)

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

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

**CITYWIRE**  
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023  
**EQUITY - EUROPE**  
MUZA GESTION DE ACTIVOS

