

**MUZA, FI**  
Nº Registro CNMV: 5391

**Informe Semestral del Segundo 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	0,16	0,21	0,37	0,17
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	4,15	2,99	3,57	-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	1.331.768,57	1.333.806,48					
Nº de participes	151	149					
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 período (EUR)					
Período del informe	22.589	16,9619					
2022	19.480	15,5203					
2021	11.590	14,4583					
2020	6.946	10,5682					
Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio							
Comisión de gestión							
% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema imputación
Período			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,50	0,64	1,14	1,00	0,79	1,79	Mixta	al fondo
Comisión de depositario							
% efectivamente cobrado					Base de cálculo		
Período	Acumulada						
0,04	0,07		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	9,29	3,26	3,94	-1,61	3,50	7,35	36,81	0,00	

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último Año		Últimos 3 Años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-1,38	04-10-2023	-2,49	15-03-2023	-10,62	12-03-2020
Rentabilidad máxima (%)	1,53	20-12-2023	1,53	20-12-2023	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	8,43	9,37	6,78	7,08	10,12	15,27	13,92	29,15	
Ibex-35	13,84	11,83	12,16	10,75	19,04	19,37	15,40	33,84	
Letra Tesoro 1 año	0,13	0,13	0,13	0,13	0,10	0,07	0,02	0,46	
VaR histórico(iii)	16,43	16,43	16,99	17,54	18,10	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.

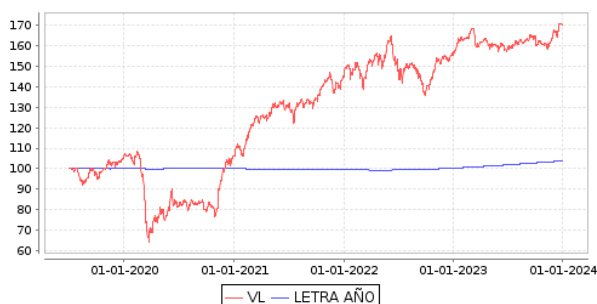
(continuación)

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

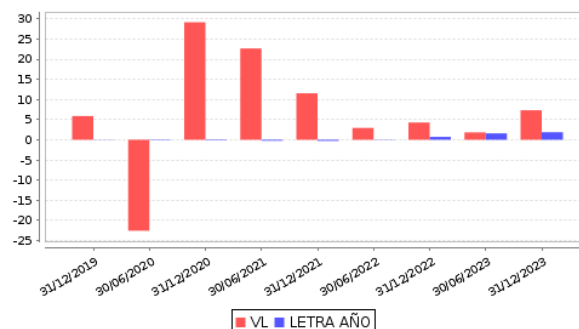
Acumulado 2023	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2022	2021	2020	2018
1,18	0,29	0,29	0,30	0,30	1,11	1,14	1,20	

(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	21.401	151	7,33
Total	21.401	151	7,33

\*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	22.369	99,03	20.415	96,85
* Cartera interior	15.246	67,49	14.943	70,89
* Cartera exterior	7.089	31,38	5.461	25,91
* Intereses de la cartera de inversión	35	0,15	11	0,05
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	74	0,33	202	0,96
(+/-) RESTO	146	0,65	463	2,20
<b>PATRIMONIO</b>	<b>22.589</b>	<b>100,00</b>	<b>21.079</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>	21.079	19.480	19.480	
+/- Suscripciones/ reembolsos (neto)	-0,15	6,00	5,82	-102,47
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	7,20	1,55	8,79	369,34
(+/-) Rendimientos de gestión	8,50	2,33	10,87	268,57
+ Intereses	0,41	0,26	0,68	60,39
+ Dividendos	0,98	1,22	2,19	-18,44
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,04	0,05	0,09	-31,59
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	8,61	4,69	13,32	85,46
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	-1,53	-3,85	-5,36	-59,75
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Otros resultados	-0,01	-0,05	-0,05	-87,79
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-1,31	-0,80	-2,11	65,52
- Comisión de gestión	-1,15	-0,64	-1,79	81,47
- Comisión de depositario	-0,04	-0,03	-0,07	2,80
- Gastos por servicios exteriores	-0,04	-0,06	-0,10	-31,33
- Otros gastos de gestión corriente	-0,01	0,00	-0,01	120,00
- Otros gastos repercutidos	-0,08	-0,07	-0,15	27,30
(+) Ingresos	0,01	0,02	0,03	-46,62
+ 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	0,01	0,02	0,03	-46,62
<b>PATRIMONIO ACTUAL</b>	<b>22.589</b>	<b>21.079</b>	<b>22.589</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	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
REPO SPAIN GOVERNMENT B 3.25 2023-07-03	EUR	2.200	9,74	3.100	14,71
<b>ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		<b>2.200</b>	<b>9,74</b>	<b>3.100</b>	<b>14,71</b>
RFIJA OHL OPERACIONES  9.75 2026-03-31	EUR	199	0,88	190	0,90
<b>Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año</b>		<b>199</b>	<b>0,88</b>	<b>190</b>	<b>0,90</b>
ACCIONES ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	246	1,09	254	1,20
ACCIONES OBRASCON	EUR	226	1,00	303	1,44
ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	145	0,64	153	0,73
ACCIONES AC.ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	116	0,51	117	0,56
ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(	EUR	222	0,98	276	1,31
ACCIONES AZCOYEN	EUR	598	2,65	439	2,08
ACCIONES DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE	EUR			52	0,25
ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	2.098	9,29	807	3,83
ACCIONES GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR			477	2,26
ACCIONES SINGULAR PEOPLE	EUR	415	1,84	325	1,54
ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	959	4,24	812	3,85
ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	653	2,89	495	2,35
ACCIONES SACYR SA	EUR			35	0,17
ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	152	0,67	80	0,38
ACCIONES GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	342	1,52	400	1,90
ACCIONES LORENTE & CUENCA SA	EUR	133	0,59	173	0,82
ACCIONES TUBACEX SA	EUR	953	4,22	739	3,51
ACCIONES UNICAJA BANCO	EUR	491	2,17	531	2,52
ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	574	2,54	562	2,66
ACCIONES REPSOL SA	EUR	1.634	7,23	1.619	7,68
ACCIONES SACYR SA	EUR	1.365	6,04	1.331	6,31
ACCIONES ACERINOX SA	EUR	532	2,36	439	2,08
ACCIONES ALMIRALL SA	EUR	105	0,47		
ACCIONES CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FE	EUR			356	1,69
ACCIONES PARLEM TELECOM SA	EUR			90	0,43
ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	887	3,93	788	3,74
<b>RV COTIZADA</b>		<b>12.847</b>	<b>56,87</b>	<b>11.653</b>	<b>55,29</b>
<b>RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>199</b>	<b>0,88</b>	<b>190</b>	<b>0,90</b>
<b>RENTA FIJA</b>		<b>2.399</b>	<b>10,62</b>	<b>3.290</b>	<b>15,61</b>
<b>RENTA VARIABLE</b>		<b>12.847</b>	<b>56,87</b>	<b>11.653</b>	<b>55,29</b>
<b>INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>15.246</b>	<b>67,49</b>	<b>14.943</b>	<b>70,90</b>
RFIJA INTERNATIONAL GA 7.25 2027-02-01	USD	72	0,32		
<b>Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año</b>		<b>72</b>	<b>0,32</b>		
ACCIONES MERCEDES BENZ GROUP	EUR	322	1,42	379	1,80
ACCIONES ATALAYA MINING PLC	GBP	1.849	8,18	1.602	7,60
ACCIONES MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	354	1,57	255	1,21
ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	1.964	8,69	1.276	6,05
ACCIONES GALP ENERGIA SGPS SA	EUR			214	1,02
ACCIONES HGears AG	EUR	36	0,16	47	0,22
ACCIONES KATEK SE	EUR	119	0,53	158	0,75
ACCIONES FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD	107	0,48	100	0,48
ACCIONES NAVIGATOR	EUR	232	1,03	203	0,96
ACCIONES DANIELI AND C OFFICINE MECCANIC	EUR			53	0,25
ACCIONES DUFREY AG	CHF			90	0,43
ACCIONES GREENVOLT ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR	124	0,55	93	0,44
ACCIONES RHI MAGNESITA NV	GBP			121	0,57
ACCIONES BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	718	3,18		
ACCIONES QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	387	1,71	545	2,59
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	714	3,16	355	1,69
ACCIONES NABALTEC AG (NTG GY)	EUR	39	0,17	39	0,19
<b>RV COTIZADA</b>		<b>6.963</b>	<b>30,83</b>	<b>5.528</b>	<b>26,25</b>
<b>RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>72</b>	<b>0,32</b>		
<b>RENTA FIJA</b>		<b>72</b>	<b>0,32</b>		
<b>RENTA VARIABLE</b>		<b>6.963</b>	<b>30,83</b>	<b>5.528</b>	<b>26,25</b>
<b>INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>7.035</b>	<b>31,15</b>	<b>5.528</b>	<b>26,25</b>
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>22.281</b>	<b>98,64</b>	<b>20.471</b>	<b>97,15</b>

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
Inversiones Dudosas, Morosas o en Litigio					

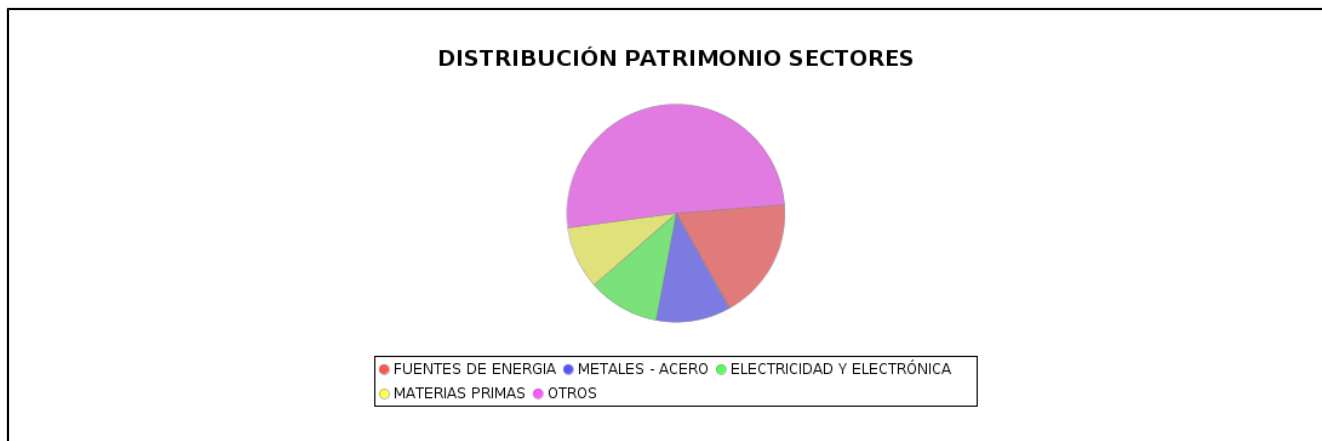
Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

\* 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
S&P 500 INDEX	Compra de opciones "put"	6.116	Inversión
Total Otros Subyacentes		6.116	
S&P 500 INDEX	Futuros vendidos	4.745	Inversión
Total Otros Subyacentes		4.745	
<b>TOTAL DERECHOS</b>		6.116	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		4.745	

#### 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

Se han realizado operaciones repo en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador  
 Tipo medio aplicado en repo con el resto del grupo del depositario: 3,62  
 Durante el trimestre se realizaron además otras operaciones vinculadas consideradas repetitivas o de escasa relevancia  
 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 3,9985%.

## 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

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 (más de un 6%) 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. 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 ya que es un sector muy sensible a las subidas salariales.

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.

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.

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.

¿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. 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.

#### 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 +6,71% en el periodo, que compara con un +3,26% del fondo, es decir, un diferencial en rentabilidad de 3,45%. La cobertura drenó rentabilidad a la cartera, en un trimestre en el que las bolsas subieron.

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

El patrimonio sube desde 19,50 millones de euros hasta 22,59 millones de euros, es decir un 15,85%. El número de partícipes sube de 149 a 151. La rentabilidad en el trimestre ha sido de un +3,26%. La rentabilidad de la Letra del Tesoro a un Año para este periodo ha sido de 0,70%.

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

La rentabilidad del fondo hasta el 31/12/2023 ha sido del +9,29%, que compara con el +11,53% de la SICAV (La Muza Inversiones)

## 2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

### a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo

Durante el cuarto trimestre, hemos aumentado inversiones en Almirall, Azkoyen, Befesa, Elecnor, Ence, Iberpapel, Singular People, mientras que redujimos en OHLA, Quálitas y Sacyr. También, salimos de CAF y RHI Magnesita. Salvo Elecnor, 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.

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 31/12/2023 ha sido del 8,43%, que compara con el 0,13% 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 partícipes 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 partícipes 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 ALQUILER DE MAQUINARIA, GLOBAL DOMINION, INMOBILIARIA DEL SUR, INVESA PRIME, MIQUEL Y COSTAS, OHL, TUBACEX, ELECNOR, LLORENTE Y CUENCA, SACYR E IBERPAPEL.

### 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 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 la Sociedad. 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 la Sociedad en el ejercicio 2023 han ascendido a 8.000,00 euros, equivalentes a un 0,04% del patrimonio medio de la Sociedad durante el ejercicio.

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

No aplica.

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

De cara al 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 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¿ vuelve a estar en mínimos históricos de comportamiento respecto a las compañías de crecimiento.

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.

## 10. Información sobre las políticas de remuneración

Información sobre remuneraciones, conforme al artículo 46bis de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, modificada por la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado: (a) La cuantía total de la remuneración abonada por la sociedad gestora a su personal en 2023 ha sido de 808.502,98 euros, siendo en su totalidad correspondiente a remuneración fija, por tanto, sin retribución variable. A 31 de diciembre de 2021 los empleados que figuran en plantilla de la sociedad gestora son 7. La totalidad de éstos son beneficiarios de una remuneración fija y ninguno son beneficiarios de una remuneración variable. Ninguna de las remuneraciones al personal se ha determinado como una participación en los beneficios de las IIC obtenida por la SGIC como remuneración por su gestión. (b) A 31 de diciembre de 2023 el número total de altos cargos dentro de la SGIC, siendo además responsables de asumir riesgos, es de 7. La remuneración fija de este colectivo, como queda indicado en el anterior punto a), ha ascendido a 808.502,98 euros, sin retribución variable alguna. (c) La remuneración durante el ejercicio está formada únicamente por un componente de carácter fijo para todos los empleados, vinculado a los conceptos y criterios establecidos por el Convenio Colectivo de Oficinas y Despachos y un componente voluntario o gratificación, en función de la responsabilidad. (d) La Sociedad Gestora dispone de una política específica de remuneraciones e incentivos donde se establecen sus principios generales, los criterios para la determinación de la retribución global, así como los componentes de retribución fija y, en su caso, variable, que componen ésta última.

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

Sin información

Recibido. Firmado \_\_\_\_\_