

Muza, F.I.

Informe de auditoría,
Cuentas Anuales e informe de gestión
al 31 de diciembre de 2023



Informe de auditoría de cuentas anuales emitido por un auditor independiente

A los partícipes de Muza, F.I. por encargo de los administradores de Muza Gestión de Activos, S.A., S.G.I.I.C. (la Sociedad gestora):

Opinión

Hemos auditado las cuentas anuales de Muza, F.I. (el Fondo), que comprenden el balance a 31 de diciembre de 2023, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto y la memoria correspondientes al ejercicio terminado en dicha fecha.

En nuestra opinión, las cuentas anuales adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera del Fondo a 31 de diciembre de 2023, así como de sus resultados correspondientes al ejercicio terminado en dicha fecha, de conformidad con el marco normativo de información financiera que resulta de aplicación (que se identifica en la nota 2 de la memoria) y, en particular, con los principios y criterios contables contenidos en el mismo.

Fundamento de la opinión

Hemos llevado a cabo nuestra auditoría de conformidad con la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas vigente en España. Nuestras responsabilidades de acuerdo con dichas normas se describen más adelante en la sección *Responsabilidades del auditor en relación con la auditoría de las cuentas anuales* de nuestro informe.

Somos independientes del Fondo de conformidad con los requerimientos de ética, incluidos los de independencia, que son aplicables a nuestra auditoría de las cuentas anuales en España según lo exigido por la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas. En este sentido, no hemos prestado servicios distintos a los de la auditoría de cuentas ni han concurrido situaciones o circunstancias que, de acuerdo con lo establecido en la citada normativa reguladora, hayan afectado a la necesaria independencia de modo que se haya visto comprometida.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido proporciona una base suficiente y adecuada para nuestra opinión.

Aspectos más relevantes de la auditoría

Los aspectos más relevantes de la auditoría son aquellos que, según nuestro juicio profesional, han sido considerados como los riesgos de incorrección material más significativos en nuestra auditoría de las cuentas anuales del periodo actual. Estos riesgos han sido tratados en el contexto de nuestra auditoría de las cuentas anuales en su conjunto, y en la formación de nuestra opinión sobre éstas, y no expresamos una opinión por separado sobre esos riesgos.

Aspectos más relevantes de la auditoría	Modo en el que se han tratado en la auditoría
<p data-bbox="300 399 706 430">Cartera de inversiones financieras</p> <p data-bbox="300 462 852 703">De conformidad con la legislación vigente, el objeto social de las Instituciones de Inversión Colectiva es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.</p> <p data-bbox="300 735 860 1008">De acuerdo con la actividad anteriormente descrita, el patrimonio neto del Fondo está fundamentalmente invertido en instrumentos financieros. La política contable aplicable a la cartera de inversiones financieras del Fondo se encuentra descrita en la nota 3 de la memoria adjunta y en la nota 6 de la misma se detalla la cartera de inversiones financieras a 31 de diciembre de 2023.</p> <p data-bbox="300 1039 868 1218">Identificamos esta área como el aspecto más relevante a considerar en la auditoría del Fondo, por la repercusión que la cartera de inversiones financieras tiene en el cálculo diario de su patrimonio neto y, por tanto, del valor liquidativo del Fondo.</p>	<p data-bbox="901 462 1477 787">El Fondo mantiene un contrato de gestión con Muza Gestión de Activos, S.A., S.G.I.I.C. como Sociedad gestora. Hemos obtenido un entendimiento de los procedimientos y criterios empleados por la Sociedad gestora, en la determinación del valor razonable de los instrumentos financieros del Fondo, al objeto de considerar que los anteriores son adecuados y se aplican de manera consistente para todos los activos en cartera de inversiones financieras del Fondo.</p> <p data-bbox="901 829 1461 945">Adicionalmente, hemos realizado procedimientos sobre la cartera de inversiones financieras del Fondo, entre los que destacan los siguientes:</p> <p data-bbox="901 976 1421 1039"><i>Obtención de confirmaciones de la Entidad depositaria de los títulos</i></p> <p data-bbox="901 1071 1485 1344">Solicitamos a la Entidad depositaria las confirmaciones relativas a la existencia de la totalidad de los títulos recogidos en la cartera de inversiones financieras del Fondo a 31 de diciembre de 2023, sin encontrar excepciones o diferencias significativas entre la respuesta recibida de la Entidad depositaria y los registros contables del Fondo, proporcionados por la Sociedad gestora.</p> <p data-bbox="901 1375 1372 1438"><i>Valoración de la cartera de inversiones financieras</i></p> <p data-bbox="901 1470 1469 1680">Comprobamos la valoración de los activos que se encuentran en la cartera de inversiones financieras del Fondo a 31 de diciembre de 2023, mediante la re-ejecución de los cálculos realizados por la Sociedad gestora y utilizando para ello valores fiables de mercado a la fecha de análisis.</p> <p data-bbox="901 1711 1477 1858">Como consecuencia de los procedimientos realizados, no se han detectado diferencias significativas entre las valoraciones obtenidas y las valoraciones registradas en la contabilidad del Fondo.</p>

Otra información: Informe de gestión

La otra información comprende exclusivamente el informe de gestión del ejercicio 2023, cuya formulación es responsabilidad de los administradores de la Sociedad gestora y no forma parte integrante de las cuentas anuales.

Nuestra opinión de auditoría sobre las cuentas anuales no cubre el informe de gestión. Nuestra responsabilidad sobre el informe de gestión, de conformidad con lo exigido por la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas, consiste en evaluar e informar sobre la concordancia del informe de gestión con las cuentas anuales, a partir del conocimiento de la entidad obtenido en la realización de la auditoría de las citadas cuentas, así como en evaluar e informar de si el contenido y presentación del informe de gestión son conformes a la normativa que resulta de aplicación. Si, basándonos en el trabajo que hemos realizado, concluimos que existen incorrecciones materiales, estamos obligados a informar de ello.

Sobre la base del trabajo realizado, según lo descrito en el párrafo anterior, la información que contiene el informe de gestión concuerda con la de las cuentas anuales del ejercicio 2023 y su contenido y presentación son conformes a la normativa que resulta de aplicación.

Responsabilidad de los administradores de la Sociedad gestora en relación con las cuentas anuales

Los administradores de la Sociedad gestora son responsables de formular las cuentas anuales adjuntas, de forma que expresen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del Fondo, de conformidad con el marco normativo de información financiera aplicable a la entidad en España, y del control interno que consideren necesario para permitir la preparación de cuentas anuales libres de incorrección material, debida a fraude o error.

En la preparación de las cuentas anuales, los administradores de la Sociedad gestora son responsables de la valoración de la capacidad del Fondo para continuar como empresa en funcionamiento, revelando, según corresponda, las cuestiones relacionadas con empresa en funcionamiento y utilizando el principio contable de empresa en funcionamiento excepto si los citados administradores tienen intención de liquidar el Fondo o de cesar sus operaciones, o bien no exista otra alternativa realista.

Responsabilidades del auditor en relación con la auditoría de las cuentas anuales

Nuestros objetivos son obtener una seguridad razonable de que las cuentas anuales en su conjunto están libres de incorrección material, debida a fraude o error, y emitir un informe de auditoría que contiene nuestra opinión.

Seguridad razonable es un alto grado de seguridad, pero no garantiza que una auditoría realizada de conformidad con la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas vigente en España siempre detecte una incorrección material cuando existe. Las incorrecciones pueden deberse a fraude o error y se consideran materiales si, individualmente o de forma agregada, puede preverse razonablemente que influyan en las decisiones económicas que los usuarios toman basándose en las cuentas anuales.

Como parte de una auditoría de conformidad con la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas vigente en España, aplicamos nuestro juicio profesional y mantenemos una actitud de escepticismo profesional durante toda la auditoría. También:

- Identificamos y valoramos los riesgos de incorrección material en las cuentas anuales, debida a fraude o error, diseñamos y aplicamos procedimientos de auditoría para responder a dichos riesgos y obtenemos evidencia de auditoría suficiente y adecuada para proporcionar una base para nuestra opinión. El riesgo de no detectar una incorrección material debida a fraude es más elevado que en el caso de una incorrección material debida a error, ya que el fraude puede implicar colusión, falsificación, omisiones deliberadas, manifestaciones intencionadamente erróneas, o la elusión del control interno.

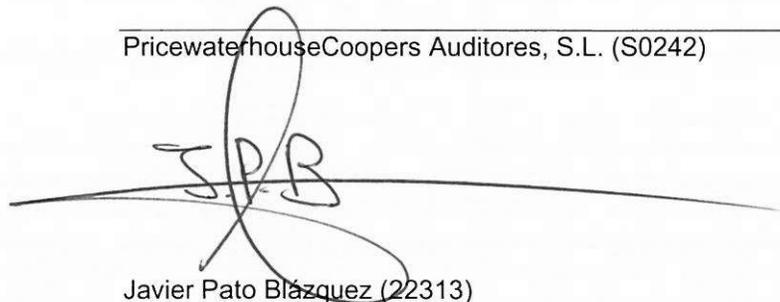
- Obtenemos conocimiento del control interno relevante para la auditoría con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados en función de las circunstancias, y no con la finalidad de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno de la entidad.
- Evaluamos si las políticas contables aplicadas son adecuadas y la razonabilidad de las estimaciones contables y la correspondiente información revelada por los administradores de la Sociedad gestora.
- Concluimos sobre si es adecuada la utilización, por los administradores de la Sociedad gestora, del principio contable de empresa en funcionamiento y, basándonos en la evidencia de auditoría obtenida, concluimos sobre si existe o no una incertidumbre material relacionada con hechos o con condiciones que pueden generar dudas significativas sobre la capacidad del Fondo para continuar como empresa en funcionamiento. Si concluimos que existe una incertidumbre material, se requiere que llamemos la atención en nuestro informe de auditoría sobre la correspondiente información revelada en las cuentas anuales o, si dichas revelaciones no son adecuadas, que expresemos una opinión modificada. Nuestras conclusiones se basan en la evidencia de auditoría obtenida hasta la fecha de nuestro informe de auditoría. Sin embargo, los hechos o condiciones futuros pueden ser la causa de que el Fondo deje de ser una empresa en funcionamiento.
- Evaluamos la presentación global, la estructura y el contenido de las cuentas anuales, incluida la información revelada, y si las cuentas anuales representan las transacciones y hechos subyacentes de un modo que logran expresar la imagen fiel.

Nos comunicamos con los administradores de la Sociedad gestora en relación con, entre otras cuestiones, el alcance y el momento de realización de la auditoría planificados y los hallazgos significativos de la auditoría, así como cualquier deficiencia significativa del control interno que identificamos en el transcurso de la auditoría.

Entre los riesgos significativos que han sido objeto de comunicación a los administradores de la Sociedad gestora, determinamos los que han sido de la mayor significatividad en la auditoría de las cuentas anuales del periodo actual y que son, en consecuencia, los riesgos considerados más significativos.

Describimos esos riesgos en nuestro informe de auditoría salvo que las disposiciones legales o reglamentarias prohíban revelar públicamente la cuestión.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L. (S0242)



Javier Pato Blázquez (22313)

25 de abril de 2024



PRICEWATERHOUSECOOPERS
AUDITORES, S.L.

2024 Núm. 01/24/09843

SELLO CORPORATIVO: 96,00 EUR

Informe de auditoría de cuentas sujeto
a la normativa de auditoría de cuentas
española o internacional



CLASE 8.^a



008561708

Muza, F.I.

Balance al 31 de diciembre de 2023
(Expresado en euros)

ACTIVO	2023	2022
Activo no corriente	-	-
Inmovilizado intangible	-	-
Inmovilizado material	-	-
Bienes inmuebles de uso propio	-	-
Mobiliario y enseres	-	-
Activos por impuesto diferido	-	-
Activo corriente	22 800 078,77	19 812 374,47
Deudores	356 914,51	340 368,76
Cartera de inversiones financieras	22 369 298,81	17 433 082,17
Cartera interior	15 245 565,01	10 436 919,45
Valores representativos de deuda	2 398 629,99	178 885,78
Instrumentos de patrimonio	12 846 935,02	10 258 033,67
Instituciones de Inversión Colectiva	-	-
Depósitos en Entidades de Crédito	-	-
Derivados	-	-
Otros	-	-
Cartera exterior	7 089 043,83	6 988 387,38
Valores representativos de deuda	71 929,80	-
Instrumentos de patrimonio	6 963 456,18	6 962 525,84
Instituciones de Inversión Colectiva	-	-
Depósitos en Entidades de Crédito	-	-
Derivados	53 657,85	25 861,54
Otros	-	-
Intereses de la cartera de inversión	34 689,97	7 775,34
Inversiones morosas, dudosas o en litigio	-	-
Periodificaciones	-	-
Tesorería	73 865,45	2 038 923,54
TOTAL ACTIVO	22 800 078,77	19 812 374,47

Las Notas 1 a 12, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante del balance al 31 de diciembre de 2023.



CLASE 8.^a



008561709

Muza, F.I.

Balance al 31 de diciembre de 2023

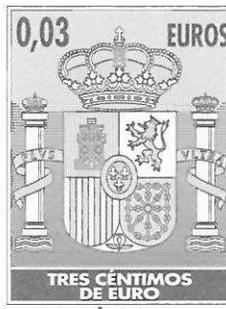
(Expresado en euros)

PATRIMONIO Y PASIVO	2023	2022
Patrimonio atribuido a partícipes o accionistas	22 589 355,50	19 480 373,34
Fondos reembolsables atribuidos a partícipes o accionistas	22 589 355,50	19 480 373,34
Capital	-	-
Partícipes	20 719 382,99	18 464 780,68
Prima de emisión	-	-
Reservas	-	-
(Acciones propias)	-	-
Resultados de ejercicios anteriores	-	-
Otras aportaciones de socios	-	-
Resultado del ejercicio	1 869 972,51	1 015 592,66
(Dividendo a cuenta)	-	-
Ajustes por cambios de valor en inmovilizado material de uso propio	-	-
Otro patrimonio atribuido	-	-
Pasivo no corriente	-	-
Provisiones a largo plazo	-	-
Deudas a largo plazo	-	-
Pasivos por impuesto diferido	-	-
Pasivo corriente	210 723,27	332 001,13
Provisiones a corto plazo	-	-
Deudas a corto plazo	-	-
Acreedores	210 723,27	332 001,13
Pasivos financieros	-	-
Derivados	-	-
Periodificaciones	-	-
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	22 800 078,77	19 812 374,47
CUENTAS DE ORDEN	2023	2022
Cuentas de compromiso	10 860 113,28	4 476 166,72
Compromisos por operaciones largas de derivados	-	-
Compromisos por operaciones cortas de derivados	10 860 113,28	4 476 166,72
Otras cuentas de orden	-	-
Valores cedidos en préstamo por la IIC	-	-
Valores aportados como garantía por la IIC	-	-
Valores recibidos en garantía por la IIC	-	-
Capital nominal no suscrito ni en circulación	-	-
Pérdidas fiscales a compensar	-	-
Otros	-	-
TOTAL CUENTAS DE ORDEN	10 860 113,28	4 476 166,72

Las Notas 1 a 12, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante del balance al 31 de diciembre de 2023.



CLASE 8.^a



008561710

Muza, F.I.

Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

	<u>2023</u>	<u>2022</u>
Comisiones de descuento por suscripciones y/o reembolsos	-	-
Comisiones retrocedidas a la Institución de Inversión Colectiva	-	-
Gastos de personal	-	-
Otros gastos de explotación	(418 577,65)	(262 886,44)
Comisión de gestión	(381 119,13)	(245 353,29)
Comisión de depositario	(14 898,75)	(10 778,63)
Ingreso/gasto por compensación compartimento	-	-
Otros	(22 559,77)	(6 754,52)
Amortización del inmovilizado material	-	-
Excesos de provisiones	-	-
Deterioro y resultados por enajenaciones de inmovilizado	-	-
Resultado de explotación	(418 577,65)	(262 886,44)
Ingresos financieros	615 377,26	402 966,21
Gastos financieros	(16 420,06)	(20 227,58)
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	2 085 097,68	(350 290,77)
Por operaciones de la cartera interior	1 366 749,67	(370 521,70)
Por operaciones de la cartera exterior	730 359,75	20 230,93
Por operaciones con derivados	(12 011,74)	-
Otros	-	-
Diferencias de cambio	(10 794,45)	(2 568,32)
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	(365 696,59)	1 259 044,07
Deterioros	-	-
Resultados por operaciones de la cartera interior	373 850,72	79 552,61
Resultados por operaciones de la cartera exterior	383 898,28	(57 761,68)
Resultados por operaciones con derivados	(1 129 843,21)	1 237 177,52
Otros	6 397,62	75,62
Resultado financiero	2 307 563,84	1 288 923,61
Resultado antes de impuestos	1 888 986,19	1 026 037,17
Impuesto sobre beneficios	(19 013,68)	(10 444,51)
RESULTADO DEL EJERCICIO	1 869 972,51	1 015 592,66

Las Notas 1 a 12, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2023.

Muza, F.I.

Estado de cambios en el patrimonio neto correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresado en euros)

Al 31 de diciembre de 2023

A) Estado de ingresos y gastos reconocidos

Resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias	1 869 972,51
Total ingresos y gastos imputados directamente en el patrimonio atribuido a participantes y accionistas	-
Total transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias	-
Total de ingresos y gastos reconocidos	1 869 972,51

B) Estado total de cambios en el patrimonio neto

	Participes	Reservas	Resultados de ejercicios anteriores	Resultado del ejercicio	Otro patrimonio atribuido	Total
Saldos al 31 de diciembre de 2022	18 464 780,68	-	-	1 015 592,66	-	19 480 373,34
Ajustes por cambios de criterio	-	-	-	-	-	-
Ajustes por errores	-	-	-	-	-	-
Saldo ajustado	18 464 780,68	-	-	1 015 592,66	-	19 480 373,34
Total ingresos y gastos reconocidos	-	-	-	1 869 972,51	-	1 869 972,51
Aplicación del resultado del ejercicio	1 015 592,66	-	-	(1 015 592,66)	-	-
Operaciones con participes	-	-	-	-	-	-
Suscripciones	2 511 315,14	-	-	-	-	2 511 315,14
Reembolsos	(1 272 305,49)	-	-	-	-	(1 272 305,49)
Otras variaciones del patrimonio	-	-	-	-	-	-
Saldos al 31 de diciembre de 2023	20 719 382,99	-	-	1 869 972,51	-	22 589 355,50

Las Notas 1 a 12, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2023.



CLASE 8.ª



008561711

Muza, F.I.

Estado de cambios en el patrimonio neto correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresado en euros)

Al 31 de diciembre de 2022

A) Estado de ingresos y gastos reconocidos

Resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias **1 015 592,66**

Total ingresos y gastos imputados directamente en el patrimonio atribuido a participantes y accionistas -
Total transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias -

Total de ingresos y gastos reconocidos 1 015 592,66

B) Estado total de cambios en el patrimonio neto

	Participes	Reservas	Resultados de ejercicios anteriores	Resultado del ejercicio	Otro patrimonio atribuido	Total
Saldos al 31 de diciembre de 2021	8 783 534,67	-	-	2 806 959,57	-	11 590 494,24
Ajustes por cambios de criterio	-	-	-	-	-	-
Ajustes por errores	-	-	-	-	-	-
Saldo ajustado	8 783 534,67	-	-	2 806 959,57	-	11 590 494,24
Total ingresos y gastos reconocidos	-	-	-	1 015 592,66	-	1 015 592,66
Aplicación del resultado del ejercicio	2 806 959,57	-	-	(2 806 959,57)	-	-
Operaciones con participes	7 469 561,29	-	-	-	-	7 469 561,29
Suscripciones	(595 274,85)	-	-	-	-	(595 274,85)
Reembolsos	-	-	-	-	-	-
Otras variaciones del patrimonio	-	-	-	-	-	-
Saldos al 31 de diciembre de 2022	18 464 780,68	-	-	1 015 592,66	-	19 480 373,34

Las Notas 1 a 12, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2023.



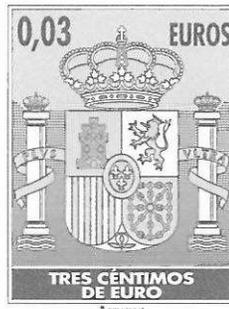
CLASE 8.^a



008561712



CLASE 8.^a



008561713

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

1. Actividad y gestión del riesgo

a) Actividad

Muza, F.I., en lo sucesivo el Fondo, fue constituido en Madrid el 30 de mayo de 2019. Tiene su domicilio social en Calle Castelló, 128-9º, Madrid.

El Fondo se encuentra inscrito en el Registro de Fondos de Inversión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.) desde el 21 de junio de 2019 con el número 5.391, adquiriendo, a efectos legales, la consideración de Fondo de Inversión a partir de entonces.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 1º de la Ley 35/2003 y sucesivas modificaciones, el objeto social de las Instituciones de Inversión Colectiva es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

La gestión, administración y representación del Fondo está encomendada a Muza Gestión de Activos, S.A., S.G.I.I.C., sociedad participada al 50% por Finlurem, S.L. y al 50% por Horizon Capital, S.L.

La Entidad Depositaria del Fondo es Caceis Bank Spain, S.A. (anteriormente denominado Santander Securities Services, S.A.U.). Dicha Entidad Depositaria debe desarrollar determinadas funciones de vigilancia, supervisión, custodia y administración para el Fondo, de acuerdo con lo establecido en la normativa actualmente en vigor.

El Fondo está sometido a la normativa legal específica de los Fondos de Inversión, recogida principalmente por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, y sucesivas modificaciones, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 y sucesivas modificaciones, de Instituciones de Inversión Colectiva. Los principales aspectos de esta normativa que le son aplicables son los siguientes:

- El patrimonio mínimo deberá situarse en 3.000.000 euros.
- El número de partícipes del Fondo no podrá ser inferior a 100.

Cuando por circunstancias del mercado o por el obligatorio cumplimiento de la normativa en vigor, el patrimonio o el número de partícipes de un fondo, o de uno de sus compartimentos, descendieran de los mínimos establecidos en el Real Decreto 1082/2012, y sucesivas modificaciones, dichas Instituciones gozarán del plazo de un año, durante el cual podrán continuar operando como tales.

- Los valores mobiliarios y demás activos financieros del Fondo no pueden pignorar ni constituirse en garantía de ninguna clase, salvo para servir de garantía de las operaciones que el Fondo realice en los mercados secundarios oficiales de derivados, y deben estar bajo la custodia de las Entidades legalmente habilitadas para el ejercicio de esta función.
- Se establecen unos porcentajes máximos de obligaciones frente a terceros y de concentración de inversiones.



008561714

CLASE 8.^a

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

- El Fondo debe cumplir con un coeficiente mínimo de liquidez del 1% del promedio mensual de su patrimonio, que debe materializarse en efectivo, en depósitos o cuentas a la vista en el Depositario o en otra entidad de crédito si el Depositario no tiene esta consideración, o en compraventas con pacto de recompra a un día de valores de Deuda Pública.
- El Fondo se encuentra sujeto a unos límites generales a la utilización de instrumentos derivados por riesgo de mercado, así como a unos límites por riesgo de contraparte.

De acuerdo con el Folleto del Fondo, la Sociedad Gestora percibirá una comisión anual en concepto de gastos de gestión que no excederá del 1,35% sobre el patrimonio del Fondo más el 9% sobre los resultados anuales si se calcula sobre ambas variables. En los ejercicios 2023 y 2022, la comisión de gestión ha sido del 1%.

Adicionalmente, el Fondo devenga una comisión del 9,00% que se liquida anualmente calculada en función de los resultados del ejercicio. Como consecuencia de haber superado el valor liquidativo de la fecha de referencia, el Fondo ha registrado importe de 168 miles de euros y 91 miles de euros por este concepto en el ejercicio 2023 y 2022, respectivamente.

Igualmente, el Folleto del Fondo establece una remuneración de la Entidad Depositaria que no podrá exceder del 0,20% anual del patrimonio custodiado en los ejercicios 2023 y 2022. La comisión por tramos se aplica de manera acumulativa siendo los tramos aplicados los siguientes:

Tramos		Comisión aplicada		
Hasta	50.000.000,00 euros		0,07%	
Desde	50.000.000,01 euros	hasta	75.000.000,00 euros	0,065%
Desde	75.000.000,01 euros	hasta	125.000.000,00 euros	0,055%
Desde	125.000.000,01 euros		0,045%	

Al 31 de diciembre de 2023 y 2022, la Sociedad Gestora no aplica a los partícipes del Fondo comisión sobre el importe de las participaciones suscritas, ni sobre el importe de las participaciones reembolsadas.

Durante los ejercicios 2023 y 2022, el Fondo no ha generado derecho a la retrocesión de comisiones por inversiones en Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas por entidades no pertenecientes al Grupo al que pertenece la Sociedad Gestora.

b) Gestión del riesgo

La política de inversión del Fondo, así como la descripción de los principales riesgos asociados, se detallan en el folleto registrado y a disposición del público en el registro correspondiente de la C.N.M.V.

Debido a la operativa en mercados financieros del Fondo, los principales riesgos a los que se encuentra expuesto son los siguientes:

- **Riesgo de mercado:** representa el riesgo de incurrir en pérdidas debido a movimientos adversos en los precios de mercado de los activos financieros en los que opera el Fondo. Entre dichos riesgos, los más significativos son los tipos de interés, los tipos de cambio y las cotizaciones de los títulos que el Fondo tenga en cartera.



CLASE 8.^a



008561715

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023 (Expresada en euros)

- Riesgo de crédito: se trata del riesgo de que puedan originarse pérdidas potenciales debidas a cambios en la capacidad o intención de la contraparte de cumplir sus obligaciones financieras con el Fondo.
- Riesgo de liquidez: se produce cuando el Fondo no puede atender las peticiones de reembolso de sus partícipes por encontrarse con dificultades en el momento de realizar en mercado los activos en cartera.
- Riesgo operacional: aquel que puede provocar pérdidas como resultado de errores humanos, procesos internos inadecuados o defectuosos, fallos en los sistemas o como consecuencia de acontecimientos externos.
- Riesgos por inversión en instrumentos financieros derivados: El uso de instrumentos financieros derivados, incluso como cobertura de las inversiones de contado, también conlleva riesgos, como la posibilidad de que haya una correlación imperfecta entre el movimiento del valor de los contratos de derivados y los elementos objeto de cobertura, lo que puede dar lugar a que ésta no tenga todo el éxito previsto. Las inversiones en instrumentos financieros derivados comportan riesgos adicionales a los de las inversiones de contado por el apalancamiento que conllevan, lo que les hace especialmente sensibles a las variaciones de precio del subyacente y puede multiplicar las pérdidas de valor de la cartera. Asimismo, la operativa con instrumentos financieros derivados no contratados en mercados organizados de derivados conlleva riesgos adicionales, como el de que la contraparte incumpla, dada la inexistencia de una cámara de compensación que se interponga entre las partes y asegure el buen fin de las operaciones.

La Sociedad Gestora tiene establecidos los mecanismos necesarios para controlar la exposición a los riesgos de mercado, crédito y liquidez, así como el referido al riesgo operacional. En este sentido, el control de los coeficientes normativos mencionados en el apartado 1.a), anterior, limitan la exposición a dichos riesgos.

2. Bases de presentación de las cuentas anuales

a) Imagen fiel

Las cuentas anuales, formuladas por los Administradores de la Sociedad Gestora del Fondo, han sido preparadas a partir de los registros contables del Fondo, habiéndose aplicado las disposiciones legales vigentes en materia contable que le son aplicables, con el objeto de mostrar la imagen fiel de su patrimonio, de su situación financiera y de sus resultados.

Las cuentas anuales adjuntas se encuentran pendientes de aprobación por el Consejo de Administración de la Sociedad Gestora, si bien los Administradores estiman que serán aprobadas sin modificaciones significativas.

b) Principios contables

Para la elaboración de estas cuentas anuales se han seguido los principios y criterios contables y de clasificación recogidos, fundamentalmente, en la Circular 3/2008 de la C.N.M.V. y sucesivas modificaciones. Los principios más significativos se describen en la Nota 3. No existe ningún principio contable de aplicación obligatoria que, siendo significativo su efecto sobre estas cuentas anuales, se haya dejado de aplicar.



CLASE 8.^a



008561716

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

c) Comparabilidad

Las cuentas anuales al 31 de diciembre de 2023 se presentan atendiendo a la estructura y principios contables establecidos en la normativa vigente de la C.N.M.V.

Los Administradores de la Sociedad Gestora presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance, de la cuenta de pérdidas y ganancias y del estado de cambios en el patrimonio neto, además de las cifras del ejercicio 2021, las correspondientes al ejercicio anterior.

No se han producido modificaciones contables que afecten significativamente a la comparación entre las cuentas anuales de los ejercicios 2023 y 2022.

d) Estimaciones contables y corrección de errores

En determinadas ocasiones los Administradores de la Sociedad Gestora han realizado estimaciones para obtener la valoración de algunos activos, pasivos, ingresos, gastos y compromisos que figuran registrados en las cuentas anuales. Dichas estimaciones se refieren, principalmente, al valor razonable y a las posibles pérdidas por deterioro de determinados activos financieros, si las hubiera. Aun cuando éstas se consideren las mejores estimaciones posibles, en base a la información existente en el momento del cálculo, acontecimientos futuros podrían obligar a modificarlas prospectivamente, de acuerdo con la normativa vigente.

En cualquier caso, el valor liquidativo del Fondo se verá afectado por las fluctuaciones de los precios del mercado y otros riesgos asociados a las inversiones financieras.

Las cifras contenidas en los documentos que componen estas cuentas anuales, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto y esta memoria, están expresadas en euros, excepto cuando se indique expresamente.

3. Resumen de los principios contables y normas de valoración más significativos

Los principios contables más significativos aplicados en la formulación de estas cuentas anuales han sido los siguientes:

a) Principio de empresa en funcionamiento

En la elaboración de las cuentas anuales se ha considerado que la gestión del Fondo continuará en el futuro previsible. Por tanto, la aplicación de las normas contables no está encaminada a determinar el valor del patrimonio a efectos de su transmisión global o parcial ni el importe resultante en caso de su liquidación.

b) Principio del devengo

Los ingresos y gastos se registran contablemente en función del periodo en que se devengan, con independencia de cuando se produce su cobro o pago efectivo.



CLASE 8.^a



008561717

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

c) Deudores

La valoración inicial se realiza por su valor razonable que, salvo evidencia en contrario, es el precio de la transacción, que equivale al valor razonable de la contraprestación entregada más los costes de transacción que les sean directamente atribuibles.

La valoración posterior se hace a su coste amortizado. Los intereses devengados se contabilizan en la cuenta de pérdidas y ganancias aplicando el método del tipo de interés efectivo. No obstante, aquellas partidas cuyo importe se espere recibir en un plazo de tiempo inferior a un año se valoran por su valor nominal.

Las pérdidas por deterioro del valor de las partidas a cobrar se calculan teniendo en cuenta los flujos de efectivo futuros estimados, descontados al tipo de interés efectivo calculado en el momento del reconocimiento. Las correcciones valorativas por deterioro, así como su reversión se reconocen como un gasto o un ingreso en la cuenta de pérdidas y ganancias.

d) Cartera de inversiones financieras

Los activos de la cartera de inversiones financieras han sido considerados como activos financieros a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias. Los principales productos financieros recogidos en la cartera, así como la determinación de su valor razonable se describen a continuación:

- Valores representativos de deuda: valores que suponen una deuda para su emisor y que devengan una remuneración consistente en un interés establecido contractualmente.

El valor razonable de los valores representativos de deuda cotizados se determina por los precios de cotización en un mercado, siempre y cuando éste sea activo y los precios se obtengan de forma consistente. Cuando no estén disponibles precios de cotización el valor razonable se corresponde con el precio de la transacción más reciente siempre que no haya habido un cambio significativo en las circunstancias económicas desde el momento de la transacción.

Los intereses devengados no cobrados de valores representativos de deuda se periodifican de acuerdo con el tipo de interés efectivo y forman parte del resultado del ejercicio.

- Instrumentos de patrimonio: instrumentos financieros emitidos por otras entidades, tales como acciones y cuotas participativas, que tienen la naturaleza de instrumentos de capital para el emisor.

El valor razonable de los instrumentos de patrimonio cotizados lo establece el cambio oficial de cierre del día de la fecha del balance, si existe, o inmediato hábil anterior o el cambio medio ponderado si no existiera precio oficial de cierre.

- Depósitos en entidades de crédito: depósitos que el Fondo mantiene en entidades de crédito, a excepción de los saldos que se recogen en el epígrafe de "Tesorería".

Se considera valor razonable el precio que iguala el rendimiento interno de la inversión a los tipos de mercado vigentes en cada momento.



CLASE 8.^a



008561718

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

- Acciones o participaciones de otras Instituciones de Inversión Colectiva: su valor razonable se establece en función del valor liquidativo o valor de cotización del día de referencia. En el caso de que para el día de referencia no se calculara un valor liquidativo, se utiliza el último valor liquidativo disponible. Para las inversiones en Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre, Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre e Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras similares, se utilizan, en su caso, valores liquidativos estimados.
- Derivados: incluye, entre otros, las diferencias de valor en los contratos de futuros y forwards, las primas pagadas/cobradas por warrants y opciones compradas/emitidas, cobros o pagos asociados a los contratos de permuta financiera, así como las inversiones en productos estructurados.

El valor del cambio oficial de cierre el día de referencia determina su valor razonable. Para los no negociados en mercados organizados, la Sociedad Gestora establece un modelo de valoración en función de las condiciones específicas establecidas en la Circular 6/2010 de la C.N.M.V., y sucesivas modificaciones.

Los activos en los que concurra un deterioro notorio e irrecuperable de su inversión, se darán de baja con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Los activos y pasivos financieros se dan de baja en el balance cuando se traspasan, sustancialmente, todos los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad de los mismos.

e) Adquisición y cesión temporal de activos

Las adquisiciones temporales de activos o adquisiciones con pacto de retrocesión se contabilizan por el importe efectivo desembolsado, cualesquiera que sean los instrumentos subyacentes, en la cuenta de activo correspondiente.

La diferencia entre este importe y el precio de retrocesión se imputa como ingreso en la cuenta de pérdidas y ganancias utilizando el método del tipo de interés efectivo.

Las diferencias de valor razonable se imputan en la cuenta de pérdidas y ganancias en el epígrafe de "Variación del valor razonable en instrumentos financieros".

La cesión en firme del activo adquirido temporalmente se registra como pasivo financiero a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.

f) Instrumentos de patrimonio

Los instrumentos de patrimonio cotizados se registran en el momento de su contratación por el valor razonable de la contraprestación entregada, incluyendo los costes de transacción explícitos directamente atribuibles a la operación.



CLASE 8.^a



008561719

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

Las diferencias que surjan como consecuencia de los cambios en el valor razonable de estos activos se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias de la siguiente forma: las diferencias negativas o diferencias positivas se registran bajo el epígrafe de "Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros" o de "Variación del valor razonable en instrumentos financieros por operaciones de la cartera interior o exterior", según los cambios se hayan liquidado o no, utilizando como contrapartida la cuenta de "Instrumentos de patrimonio", de la cartera interior o exterior del activo del balance.

g) Valores representativos de deuda

Los valores representativos de deuda se registran en el momento de su liquidación por el valor razonable de la contraprestación entregada, incluyendo los costes de transacción explícitos directamente atribuibles a la operación.

Las diferencias que surjan como consecuencia de los cambios en el valor razonable de estos activos se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias de la siguiente forma: las diferencias negativas o diferencias positivas se registran bajo el epígrafe de "Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros" o de "Variación del valor razonable en instrumentos financieros por operaciones de la cartera interior o exterior", según los activos se hayan liquidado o no, utilizando como contrapartida la cuenta de "Valores representativos de deuda", de la cartera interior o exterior del activo del balance.

h) Operaciones de derivados, excepto permutas financieras

Las operaciones de derivados se registran en el momento de su contratación y hasta el momento de cierre de la posición o el vencimiento del contrato, en el epígrafe correspondiente de cuentas de orden, por el importe nominal comprometido.

Los fondos depositados en concepto de garantía tienen la consideración contable de depósito cedido, registrándose en el capítulo correspondiente del epígrafe de "Deudores" del activo en el balance.

El valor razonable de los valores aportados en garantía se registra en cuentas de orden en el epígrafe de "Valores aportados como garantía por la Institución de Inversión Colectiva".

Las primas resultantes de las opciones compradas o emitidas se reflejan en el epígrafe de "Derivados" del activo o pasivo del balance, en la fecha de ejecución de la operación.

Las diferencias que surjan como consecuencia de los cambios en el valor razonable de estos activos se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias de la siguiente forma: las diferencias negativas o diferencias positivas se registran bajo el epígrafe de "Resultados por operaciones con derivados" o de "Variación del valor razonable en instrumentos financieros por operaciones con derivados", según éstos se hayan liquidado o no, utilizando como contrapartida el epígrafe de "Derivados", de la cartera interior o exterior del activo o del pasivo corriente del balance.

i) Moneda extranjera

En el caso de partidas monetarias que sean tesorería, débitos y créditos, las diferencias de cambio, tanto positivas como negativas, se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias bajo el epígrafe de "Diferencias de cambio".



CLASE 8.^a



008561720

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

Para el resto de las partidas monetarias y no monetarias que forman parte de la cartera de instrumentos financieros, las diferencias de cambio se tratan conjuntamente con las pérdidas y ganancias derivadas de la valoración.

j) Valor liquidativo de las participaciones

La determinación del patrimonio del Fondo a los efectos del cálculo del valor liquidativo de las correspondientes participaciones que lo componen se realiza de acuerdo con los criterios establecidos en la Circular 6/2008, de la C.N.M.V., y sucesivas modificaciones.

k) Suscripciones y reembolsos

Las suscripciones y reembolsos de participaciones se contabilizan por el importe efectivamente suscrito o reembolsado con abono o cargo, respectivamente, al capítulo de "Participes" de pasivo del balance del Fondo.

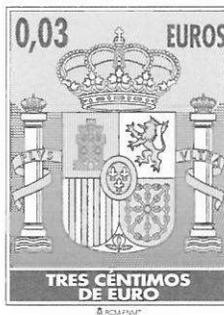
De conformidad con el Reglamento de Gestión del Fondo, el precio de las participaciones será el valor liquidativo correspondiente al día siguiente de la solicitud del interesado, determinándose de este modo tanto el número de participaciones suscritas o reembolsadas, como el efectivo a reembolsar en su caso. Durante el periodo que media entre la solicitud y la determinación efectiva del precio de las participaciones, el importe solicitado se registra en el capítulo de "Solicitudes de suscripción pendientes de asignar participaciones" del pasivo del balance del Fondo.

l) Impuesto sobre beneficios

La cuenta de pérdidas y ganancias recoge el gasto por el Impuesto sobre beneficios, en cuyo cálculo se contempla el efecto del diferimiento de las diferencias producidas entre la base imponible del impuesto y el resultado contable antes de aplicar el impuesto que revierte en periodos subsiguientes.

Los pasivos por impuestos diferidos se reconocen siempre, en cambio los activos por impuestos diferidos sólo se reconocen en la medida en que resulte probable que la Institución disponga de ganancias fiscales futuras que permitan la aplicación de estos activos.

Los derechos a compensar en ejercicios posteriores por las pérdidas fiscales no dan lugar al reconocimiento de un activo por impuesto diferido en ningún caso y sólo se reconocen mediante la compensación del gasto por impuesto con la frecuencia del cálculo del valor liquidativo. Las pérdidas fiscales que puedan compensarse se registran en el epígrafe de "Cuentas de orden - Pérdidas fiscales a compensar".



008561721

CLASE 8.^a

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

4. Deudores

El desglose de este epígrafe, al 31 de diciembre de 2023 y 2022, es el siguiente:

	2023	2022
Depósitos de garantía	260 282,93	277 279,82
Administraciones Públicas deudoras	<u>96 631,58</u>	<u>63 088,94</u>
	<u>356 914,51</u>	<u>340 368,76</u>

El capítulo "Depósitos de garantía" al 31 de diciembre de 2023 y 2022, recoge los importes cedidos en garantía por posiciones vivas en derivados financieros al cierre del ejercicio.

El capítulo de "Administraciones Públicas deudoras", al 31 de diciembre de 2023 y 2022, recoge las retenciones sobre intereses y otros rendimientos de capital mobiliario practicadas en el ejercicio correspondiente.

5. Acreedores

El desglose de este epígrafe, al 31 de diciembre de 2023 y 2022, es el siguiente:

	2023	2022
Administraciones Públicas acreedoras	19 528,83	10 960,01
Operaciones pendientes de liquidar	-	210 000,00
Otros	<u>191 194,44</u>	<u>111 041,12</u>
	<u>210 723,27</u>	<u>332 001,13</u>

El capítulo de "Administraciones Públicas acreedoras", al 31 de diciembre de 2023 y 2022, se desglosa tal y como sigue:

	2023	2022
Impuesto sobre beneficios devengado en el ejercicio	19 013,68	10 444,86
Tasas a pagar CNMV	<u>515,15</u>	<u>515,15</u>
	<u>19 528,83</u>	<u>10 960,01</u>

Durante el mes de enero de 2023 se ha procedido a la liquidación de los activos comprados, recogidos en el capítulo "Operaciones pendientes de liquidar" al 31 de diciembre de 2023.

El capítulo de "Acreedores - Otros" recoge, al 31 de diciembre de 2023 y 2022, principalmente, las deudas a corto plazo, el importe de las comisiones de gestión y depositaria pendientes de pago al cierre del ejercicio 2023 y 2022.

Durante los ejercicios 2023 y 2022, el Fondo no ha realizado pagos que acumularan aplazamientos superiores a los legalmente establecidos. Asimismo, al cierre del ejercicio 2023 y 2022, el Fondo no tiene saldo alguno pendiente de pago que acumule un aplazamiento superior al plazo legal establecido.



CLASE 8.^a



008561722

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

6. Cartera de inversiones financieras

El detalle de la cartera de valores del Fondo, por tipo de activo, al cierre del ejercicio se muestra a continuación:

	2023	2022
Cartera interior	15 245 565,01	10 436 919,45
Valores representativos de deuda	2 398 629,99	178 885,78
Instrumentos de patrimonio	12 846 935,02	10 258 033,67
Cartera exterior	7 089 043,83	6 988 387,38
Valores representativos de deuda	71 929,80	-
Instrumentos de Patrimonio	6 963 456,18	6 962 525,84
Derivados	53 657,85	25 861,54
Intereses de la cartera de inversión	34 689,97	7 775,34
	22 369 298,81	17 433 082,17

En los Anexos I y II adjuntos, partes integrantes de esta memoria, se detallan la cartera de inversiones financieras y las inversiones en derivados del Fondo, respectivamente, al 31 de diciembre de 2023. En los Anexos III y IV adjuntos, partes integrantes de esta memoria, se detallan la cartera de inversiones financieras y las inversiones en derivados del Fondo, respectivamente, al 31 de diciembre de 2022.

Al 31 de diciembre de 2023 y 2022 todos los títulos recogidos dentro de la cartera de inversiones financieras se encuentran depositados en la Entidad Depositaria.

7. Tesorería

El detalle de este epígrafe al cierre del ejercicio 2023 y 2022 se muestra a continuación:

	2023	2022
Cuentas en el Depositario		
Cuentas en euros	72 621,10	2 107 023,37
Otras cuentas de tesorería		
Otras cuentas de tesorería en euros	8 654,54	(53 232,78)
Otras cuentas de tesorería en divisa	(7 410,19)	(14 867,05)
	73 865,45	2 038 923,54

El capítulo de "Cuentas con el Depositario" al 31 de diciembre de 2023 y 2022 se corresponde íntegramente al saldo de las cuentas corrientes mantenidas por el Fondo en el Depositario, remuneradas a un tipo de interés de mercado.

El capítulo de "Otras cuentas de tesorería" al 31 de diciembre de 2023 y 2022, se corresponden íntegramente al saldo de las cuentas corrientes mantenidas por el Fondo en otras entidades distintas al depositario. Durante el ejercicio 2023 y 2022, las cuentas corrientes estaban remuneradas a un tipo de interés de mercado.



CLASE 8.ª



008561723

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

8. Patrimonio atribuido a partícipes

Las participaciones por las que está representado el Fondo son de iguales características, representadas por certificados nominativos sin valor nominal y que confieren a sus propietarios un derecho de propiedad sobre dicho patrimonio.

El valor liquidativo de cada participación se ha obtenido de la siguiente forma:

	2023	2022
Patrimonio atribuido a partícipes	<u>22 589 355,50</u>	<u>19 480 373,34</u>
Número de participaciones emitidas	<u>1 331 768,57</u>	<u>1 255 154,43</u>
Valor liquidativo por participación	<u>16,96</u>	<u>15,52</u>
Número de partícipes	<u>151</u>	<u>133</u>

El movimiento del patrimonio atribuido a partícipes durante los ejercicios 2023 y 2022, se recoge en el Estado de cambios en el patrimonio neto.

El resultado del ejercicio, una vez considerado el Impuesto sobre beneficios, se distribuirá en la cuenta de "Partícipes" del Fondo.

Al 31 de diciembre de 2023 y 2022 no existen participaciones significativas con un porcentaje de participación individualmente superior al 20% y que se considere participación significativa de acuerdo con el artículo 31 del Real Decreto 1082/2012 de Instituciones de Inversión Colectiva, y sucesivas modificaciones.

9. Cuentas de compromiso

En los Anexos II y IV adjuntos, partes integrantes de esta memoria, se detalla la cartera de inversiones en derivados del Fondo al 31 de diciembre de 2023 y 2022, respectivamente.

10. Administraciones Públicas y situación fiscal

Durante el ejercicio 2023, el régimen fiscal del Fondo ha estado regulado por la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, encontrándose sujeto en dicho impuesto a un tipo de gravamen del 1 por 100, siempre que el número de partícipes requerido sea como mínimo el previsto en el artículo noveno de la Ley 35/2003 y sucesivas modificaciones. Adicionalmente, el artículo 26 de la Ley 27/2014 establece para el ejercicio 2022 una limitación del importe de las bases imponibles negativas de ejercicios anteriores a compensar, admitiéndose la compensación de la totalidad de ésta siempre que sea igual o inferior a un millón de euros.

El capítulo "Acreedores – Administraciones Públicas" recoge el Impuesto sobre beneficios devengado en el ejercicio, que se obtiene, principalmente de aplicar el 1% al resultado contable antes de impuestos.

No existen diferencias significativas entre el resultado contable antes de impuestos del ejercicio y la base imponible del Impuesto sobre beneficios.



CLASE 8.^a



008561724

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

De acuerdo con la legislación vigente, las declaraciones para los diferentes impuestos a los que el Fondo se halla sujeto no pueden considerarse definitivas hasta haber sido inspeccionadas por las autoridades fiscales o haber transcurrido el plazo de prescripción de cuatro años.

El Fondo tiene abiertos a inspección todos los impuestos a los que está sujeto desde su constitución.

No existen contingencias significativas que pudieran derivarse de una revisión por las autoridades fiscales.

11. Otra información

La Sociedad Gestora realiza por cuenta del Fondo operaciones vinculadas de las previstas en el artículo 67 de la Ley 35/2003 y sucesivas modificaciones y en el artículo 139 del Real Decreto 1082/2012, y sucesivas modificaciones. Para ello, la Sociedad Gestora ha adoptado procedimientos para evitar conflictos de interés y asegurarse de que las operaciones vinculadas se realizan en interés exclusivo del Fondo y a precios de mercado. Los informes periódicos incluyen, según lo establecido en la Circular 4/2008 de la C.N.M.V., y sucesivas modificaciones, información sobre las operaciones vinculadas realizadas. Asimismo, incluyen las posibles operaciones vinculadas realizadas por cuenta del Fondo con la Sociedad Gestora o con personas o entidades vinculadas a la Sociedad Gestora, indicando la naturaleza, riesgos y funciones asumidas en dichas operaciones.

Adicionalmente, en la Nota de "Actividad y gestión del riesgo" se indica el importe de las comisiones retrocedidas con origen en las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas por entidades pertenecientes al Grupo de la Sociedad Gestora, en caso de que se hubieran producido durante el ejercicio.

Respecto a la operativa que realiza con el Depositario, en la Nota de "Tesorería" se indican las cuentas que mantiene el Fondo con éste al 31 de diciembre de 2023 y 2022. Adicionalmente, en el Anexo I, se indican las Adquisiciones temporales de activos que mantiene el Fondo con el Depositario al 31 de diciembre de 2023.

Al tratarse de una entidad que por sus peculiaridades no dispone de empleados ni oficinas y que por su naturaleza debe estar gestionada por una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, los temas relativos a la protección del medio ambiente y la seguridad y salud del trabajador aplican exclusivamente a dicha Sociedad Gestora.

Los honorarios percibidos por PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L. por servicios de auditoría de cuentas anuales de los ejercicios 2023 y 2022, ascienden a 4 miles de euros en ambos ejercicios, no habiéndose prestado otros servicios adicionales.



CLASE 8.^a



008561725

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023
(Expresada en euros)

12. Hechos Posteriores

El 28 de diciembre de 2023 se ha publicado el Real Decreto 1180/2023, de 27 de diciembre, por el que se modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, y el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, el cual ha entrado en vigor a los veinte días de su publicación.

Los administradores de la Sociedad Gestora consideran que dicho Real Decreto no tendrá un impacto significativo en el Fondo.

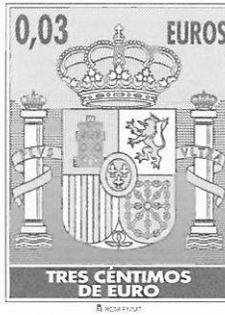
Desde el cierre del ejercicio al 31 de diciembre de 2023 hasta la fecha de formulación de las cuentas anuales, no se han producido hechos posteriores de especial relevancia que no hayan sido mencionados con anterioridad.

Muza, F.I.

Anexo I. Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2023
(Expresado en euros)



CLASE 8.^a



008561726

Cartera Interior	Divisa	Valoración inicial	Intereses	Valor razonable	(Minusvalía)/ Plusvalía	ISIN
Renta fija privada cotizada						
RFIJA OHL OPERACIONES 9.75 2026-03-31	EUR	190 719,26	31 559,38	198 629,99	7 910,73	XS2356570239
Total renta fija privada cotizada		190 719,26	31 559,38	198 629,99	7 910,73	
Adquisición temporal de activos con depositario						
REPO SPAIN GOVERNMENT B 3.50 024-01-02	EUR	2 200 000,00	641,64	2 200 000,00	-	ES000000122E5
Total Adquisición temporal de activos con depositario		2 200 000,00	641,64	2 200 000,00	-	
Acciones admitidas a negociación						
GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	374 855,86	-	342 380,64	(32 475,22)	ES0105130001
ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	247 342,36	-	246 000,00	(1 342,36)	ES0105389003
LLORENTE Y CUENCA SA	EUR	145 778,72	-	133 382,90	(12 395,82)	ES0105591004
SINGULAR PEOPLE	EUR	408 928,10	-	415 238,60	6 310,50	ES0105611000
CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	835 275,89	-	886 954,20	51 678,31	ES0105630315
AZCOYEN	EUR	517 840,92	-	598 208,88	80 367,96	ES0112458312
AC. ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	191 889,37	-	115 839,00	(76 050,37)	ES0126501131
ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	1 531 142,59	-	2 097 988,70	566 846,11	ES0129743318
GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	689 411,85	-	652 776,00	(36 635,85)	ES0130625512
ACERINOX SA	EUR	487 621,16	-	532 227,91	44 606,75	ES0132105017
TUBACEX SA	EUR	552 844,47	-	952 780,50	399 936,03	ES0132945017
GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA	EUR	249 243,08	-	221 840,00	(27 403,08)	ES0141571192
OBRASCON	EUR	329 430,79	-	225 673,57	(103 757,22)	ES0142090317
IBERPAPEL GESTION SA	EUR	160 977,80	-	152 370,00	(8 607,80)	ES0147561015
INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	151 995,99	-	145 117,00	(6 878,99)	ES0154653911
ALMIRALL SA	EUR	110 217,23	-	105 320,93	(4 896,30)	ES0157097017
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	605 364,72	-	958 745,20	353 380,48	ES0157261019
MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	542 163,79	-	574 192,54	32 028,75	ES0164180012
REPSOL SA	EUR	1 687 894,28	-	1 633 879,10	(54 015,18)	ES0173516115
SACYR SA	EUR	824 569,45	-	1 365 017,92	540 448,47	ES0182870214
UNICAJA BANCO	EUR	426 873,06	-	491 001,43	64 128,37	ES0180907000
Total Acciones admitidas a negociación		11 071 661,48	-	12 846 935,02	1 775 273,54	
Total Cartera Interior		13 462 380,74	32 201,02	15 245 565,01	1 783 184,27	

Muza, F.I.

Anexo I. Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2023
(Expresado en euros)



CLASE 8.^a



008561727

Cartera Exterior	Divisa	Valoración inicial	Intereses	Valor razonable	(Minusvalía)/ Plusvalía	ISIN
Renta fija internacional						
RFIJA INTERNATIONAL GA 7.25 2027-02-01	USD	72 644,56	2 488,95	71 929,80	(714,76)	NO0012423476
Total renta fija internacional		72 644,56	2 488,95	71 929,80	(714,76)	
Acciones admitidas a negociación						
MERCEDES BENZ GROUP	EUR	294 508,34	-	321 819,75	27 311,41	DE0007100000
NABALTEC AG (NTG GY)	EUR	51 194,69	-	39 032,80	(12 161,89)	DE000A0KPPR7
HGEARS AG	EUR	260 015,00	-	35 500,00	(224 515,00)	DE000A3CMGN3
ATALAYA MINING PLC	GBP	1 209 107,61	-	1 848 694,84	639 587,23	CY0106002112
BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	643 462,77	-	718 256,00	74 793,23	LU1704650164
QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	134 421,14	-	386 661,26	252 240,12	MX01Q0000008
MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	157 324,76	-	353 745,86	196 421,10	IT0004931058
ARCELORMITTAL	EUR	668 964,57	-	713 527,32	44 562,75	LU1598757687
INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	935 671,28	-	1 963 761,25	1 028 089,97	CA46016U1084
FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD	57 529,98	-	107 415,36	49 885,38	CA3038971022
KATEK SE	EUR	244 694,28	-	118 908,10	(125 786,18)	DE000A2TSQH7
GREENVOLT ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR	72 767,15	-	124 360,54	51 593,39	PTGNVOAM0001
NAVIGATOR	EUR	184 279,82	-	231 773,10	47 493,28	PTPTIOAM0006
Total Acciones admitidas a negociación		4 913 941,39	-	6 963 456,18	2 049 514,79	
Total Cartera Exterior		4 986 585,95	2 488,95	7 035 385,98	2 048 800,03	

Muza, F.I.

Anexo II. Cartera de inversiones financieras en derivados al 31 de diciembre de 2023
(Expresado en euros)

Descripción	Divisa	Importe Nominal Comprometido	Valor razonable	Vencimiento del contrato
Futuros Comprados				
SYP 500 INDEX 50	USD	4 744 613,28	4 803 612,00	2024/03/15
Total Futuros Comprados		4 744 613,28	4 803 612,00	
Compra de opciones "put"				
SYP 500 INDEX 50	USD	6 115 500,00	41 449,50	2024/03/15
Total Compra de opciones "put"		6 115 500,00	41 449,50	
TOTALES		10 860 113,28	4 845 061,50	



CLASE 8.^a



008561728

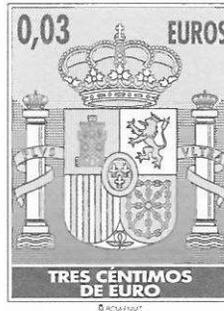
Muza, F.I.

Anexo III. Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2022
(Expresado en euros)

Cartera Interior	Divisa	Valoración inicial	Intereses	Valor razonable	(Minusvalía)/ Plusvalía	ISIN
Renta fija privada cotizada						
RFIJA OHL OPERACIONES 6 60 2026-03-31	EUR	191 281,76	7 775,34	178 885,78	(12 395,98)	XS2356570239
Total renta fija privada cotizada		191 281,76	7 775,34	178 885,78	(12 395,98)	
Acciones admitidas a negociación						
METROVACESA	EUR	190 012,69	-	200 693,22	10 680,53	ES0105122024
GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	374 855,86	-	365 307,92	(9 547,94)	ES0105130001
GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	395 946,14	-	399 708,40	3 762,26	ES0105223004
ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	187 508,00	-	190 500,00	2 992,00	ES0105389003
LLORENTE Y CUENCA SA	EUR	147 887,29	-	159 740,00	11 852,71	ES0105591004
SINGULAR PEOPLE	EUR	266 676,38	-	329 394,45	62 718,07	ES0105611000
AZCOYEN	EUR	359 795,83	-	418 583,76	58 787,93	ES0112458312
INDRA SISTEMAS SA	EUR	694 514,16	-	801 945,00	107 430,84	ES0118594417
CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FE	EUR	342 829,96	-	306 843,50	(35 986,46)	ES0121975009
AC ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	172 512,02	-	140 985,00	(31 527,02)	ES0126501131
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE	EUR	72 807,32	-	45 963,84	(26 843,48)	ES0126775032
ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	311 469,27	-	318 455,80	6 986,53	ES0129743318
GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S A	EUR	418 955,69	-	397 985,92	(20 969,77)	ES0130625512
ACERINOX SA	EUR	439 573,36	-	417 359,48	(22 213,88)	ES0132105018
TUBACEX SA	EUR	390 108,63	-	422 654,92	32 546,29	ES0132945017
GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA	EUR	249 243,08	-	200 220,00	(49 023,08)	ES0141571192
OBRASCON	EUR	394 101,80	-	266 457,22	(127 644,58)	ES0142090317
IBERPAPEL GESTION SA	EUR	109 781,60	-	68 512,50	(41 269,10)	ES0147561015
INDITEX SA	EUR	17 367,62	-	15 357,30	(2 010,32)	ES0148396007
INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	151 995,99	-	147 604,72	(4 391,27)	ES0154653911
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	599 892,66	-	578 871,18	(21 021,48)	ES0157261019
MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	353 240,79	-	389 223,90	35 983,11	ES0164180012
REPSOL SA	EUR	1 108 736,45	-	1 188 000,00	79 263,55	ES0173516115
SACYR SA	EUR	824 572,12	-	1 082 174,60	257 602,48	ES0182870214
VIDRALA SA	EUR	204 479,03	-	265 882,80	61 403,77	ES0183746314
UNICAJA BANCO	EUR	309 288,67	-	438 894,64	129 605,97	ES0180907000
PARLEM TELECOM SA	EUR	197 960,00	-	235 200,00	37 240,00	ES0105561007
OPDENERGY HOLDINGS SA	EUR	142 508,00	-	115 200,00	(27 308,00)	ES0105544003
CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	292 318,69	-	350 313,60	57 994,91	ES0105630315
TOTALES Acciones admitidas a negociación		9 720 939,10	-	10 258 033,67	537 094,57	
TOTAL Cartera Interior		9 912 220,86	7 775,34	10 436 919,45	524 698,59	



CLASE 8.ª



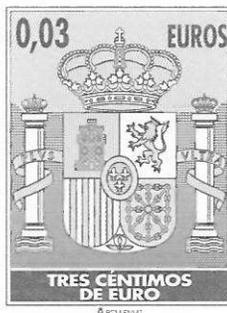
008561729

Muza, F.I.

Anexo III. Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2022
(Expresado en euros)



CLASE 8.^a



008561730

Cartera Exterior	Divisa	Valoración inicial	Intereses	Valor razonable	(Minusvalía)/ Plusvalía	ISIN
Acciones admitidas a negociación						
ATALAYA MINING PLC	GBP	1 087 917,29	-	1 532 015,09	444 097,80	CY0106002112
DANIELI AND C OFFICINE MECCANIC	EUR	172 941,80	-	257 530,88	84 589,08	IT0000076486
MERCEDES BENZ GROUP	EUR	294 508,34	-	315 903,00	21 394,66	DE0007100000
NABALTEC AG (NTG GY)	EUR	51 194,69	-	52 714,40	1 519,71	DE000A0KPPR7
HGEARS AG	EUR	260 015,00	-	72 400,00	(187 615,00)	DE000A3CMGN3
FLATEX AG	EUR	118 661,62	-	99 128,42	(19 533,20)	DE000FTG1111
RHI MAGNESITA NV	GBP	108 079,81	-	97 794,84	(10 284,97)	NL0012650360
DUFREY AG	CHF	347 686,88	-	337 558,98	(10 127,90)	CH0023405456
FACEBOOK INC	USD	55 413,71	-	33 730,10	(21 683,61)	US30303M1027
BEFESA MEDIO AMBIENTE S A	EUR	247 494,91	-	321 998,76	74 503,85	LU1704650164
QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	347 830,35	-	449 420,03	101 589,68	MX01Q0000008
MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	157 324,76	-	223 486,69	66 161,93	IT0004931058
ARCELORMITTAL	EUR	535 869,20	-	575 399,38	39 530,18	LU1598757667
INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	488 429,80	-	1 367 281,59	878 851,79	CA46016U1084
FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD	57 529,98	-	89 490,99	31 961,01	CA3038971022
KATEK SE	EUR	244 694,28	-	160 362,30	(84 331,98)	DE000A30VLF4
GALP ENERGIA SGPS SA	EUR	517 085,97	-	630 500,00	113 414,03	PTGALOAM0009
SEMAPA SOCIEDADE DE INVESTIMENT	EUR	1 543,12	-	1 594,44	51,32	PTSEM0AM0004
GREENVOLT ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR	72 767,15	-	118 583,40	45 816,25	PTGNV0AM0001
NAVIGATOR	EUR	184 279,82	-	225 632,55	41 352,73	PTPTIOAM0006
TOTALES Acciones admitidas a negociación		5 351 268,48	-	6 962 525,84	1 611 257,36	
TOTAL Cartera Exterior		5 351 268,48	-	6 962 525,84	1 611 257,36	

Muza, F.I.

Anexo IV. Cartera de inversiones en derivados al 31 de diciembre de 2022
(Expresado en euros)



CLASE 8.^a



008561731

Descripción	Divisa	Importe Nominal Comprometido	Valor razonable	Vencimiento del contrato
Futuros Comprados				
SYP 500 INDEX 50	USD	3 529 126,72	3 426 965,69	2023/03/17
DJ EURO STOXX 50 10	EUR	947 040,00	908 400,00	2023/03/17
Total Futuros Comprados		4 476 166,72	4 335 365,69	
TOTALES		4 476 166,72	4 335 365,69	



008561732

CLASE 8.ª

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio 2023

Exposición fiel de negocio y actividades principales

El Fondo ha cerrado 2023 en 16,96 euros por acción de valor liquidativo, lo que supone una subida de 9,29% en el conjunto del año.

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.



CLASE 8.^a



008561733

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio 2023

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.

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).

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.



CLASE 8.^a



008561734

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio 2023

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.

¿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.

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 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 (ver gráfico debajo.)

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.



CLASE 8.^a



008561735

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio 2023

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.

El año 2023 ha sido especialmente complejo, tanto por las tensiones geopolíticas generadas tras la invasión de Ucrania como por el entorno macroeconómico, muy marcado por la fuerte inflación y una contundente subida de tipos de interés por parte de los Bancos Centrales.

Uso de instrumentos financieros

Dada su actividad, el uso de instrumentos financieros por el Fondo, tal y como se describe en la memoria adjunta, está destinado a la consecución de su objeto social, ajustando sus objetivos y políticas de gestión de los riesgos de mercado, crédito, y liquidez de acuerdo a los límites y coeficientes establecidos por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y sucesivas modificaciones, de Instituciones de Inversión Colectiva y desarrollados por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, y sucesivas modificaciones, por el que se reglamenta dicha Ley y las correspondientes Circulares emitidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Las inversiones subyacentes de este producto financiero no tienen en cuenta los criterios de la UE para las actividades económicas medioambientalmente sostenibles.

Gastos de I+D y medioambiente

A lo largo del ejercicio 2023 no ha existido actividad en materia de investigación y desarrollo

En la contabilidad del Fondo correspondiente a las cuentas anuales del ejercicio 2023 no existe ninguna partida que deba ser incluida en el documento aparte de información medioambiental

Acciones propias

Al Fondo no le aplica lo referente a las acciones propias

Acontecimientos posteriores al cierre al 31 de diciembre de 2023

Desde el cierre del ejercicio al 31 de diciembre de 2023 hasta la fecha de este informe de gestión, no se han producido hechos posteriores de especial relevancia que no se señalen en la memoria