

## LA MUZA INVERSIONES, SICAV, S.A.

Nº Registro CNMV: 425

Informe Semestral del Segundo Semestre 2022

**Gestora:** 1) MUZA GESTIÓN DE ACTIVOS, SGIIC, S.A.      **Depositario:** CACEIS BANK SPAIN S.A.      **Auditor:**  
PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES, S.L.

**Grupo Gestora:**      **Grupo Depositario:** CREDIT AGRICOLE      **Rating Depositario:** Baa1

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

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionada con la IIC en:

### Dirección

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

### 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 SICAV

Fecha de registro: 05/03/1999

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

#### Categoría

Otros      Vocación inversora: Global      Perfil de Riesgo: 6, en una escala de 1 a 7  
La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

#### Descripción general

Política de inversión: La SICAV podrá invertir hasta el 10% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

Se podrá invertir, de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo, pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos. No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes.

La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. Podrán incluso tomarse posiciones cortas para aprovechar una eventual tendencia bajista en algún mercado.

La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión.

#### Operativa en instrumentos derivados

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

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

**Divisa de denominación**      EUR

## 2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2022	2021
Índice de rotación de la cartera	0,25	0,39	0,64	0,88
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,02	-0,40	-0,21	-0,16

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

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de acciones en circulación	3.861.417,00	3.861.872,00
Nº de accionistas	214,00	275,00
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)	0,00	0,00

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	200.535	51,9330	44,7309	52,2423
2021	177.888	47,3996	34,3238	47,8735
2020	142.023	34,3370	20,4995	36,3530
2019	163.370	35,4297	29,9636	35,4612

### Cotización de la acción, volumen efectivo y frecuencia de contratación en el periodo del informe

Cotización (€)			Volumen medio diario (miles €)	Frecuencia (%)	Mercado en el que cotiza
Mín	Máx	Fin de periodo			

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
Comisión de gestión	0,50		0,50	1,00		1,00	patrimonio	
Comisión de depositario			0,03			0,05	patrimonio	

## 2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### Rentabilidad (% sin anualizar)

Acumulado 2022	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2021	2020	2019	2017
9,56	14,37	-7,59	-1,90	5,68	38,04	-3,08	18,24	19,32

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2022	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2021	2020	2019	2017
Ratio total de gastos (iv)	1,10	0,28	0,28	0,27	0,27	1,16	1,15	1,40	1,18

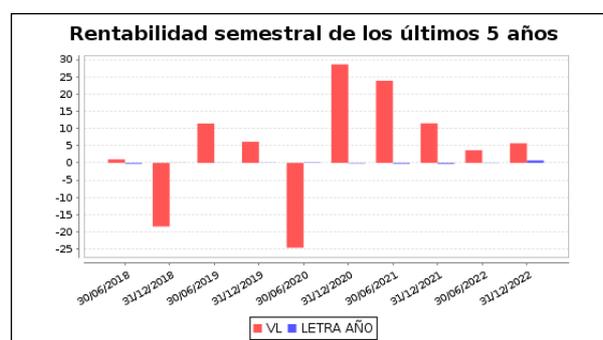
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. 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.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

### Evolución del valor liquidativo, cotización o cambios aplicados. Últimos 5 años



### Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



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

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	189.666	94,58	177.331	93,45
* Cartera interior	110.100	54,90	97.258	51,25
* Cartera exterior	79.471	39,63	80.032	42,17
* Intereses de la cartera de inversión	96	0,05	41	0,02
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	5.276	2,63	7.756	4,09
(+/-) RESTO	5.593	2,79	4.682	2,47
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>200.535</b>	<b>100,00 %</b>	<b>189.769</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 del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	189.769	177.888	177.888	
± Compra/ venta de acciones (neto)	0,00	2,86	2,83	-100,04
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	5,64	3,48	9,14	65,19
(+) Rendimientos de gestión	6,29	4,26	10,57	50,62
+ Intereses	0,07	-0,02	0,05	-524,66
+ Dividendos	1,76	1,51	3,28	18,63
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,02	-0,06	-0,08	-58,73
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	1,20	-3,32	-2,08	-136,75
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	3,33	6,10	9,40	-44,41
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Otros resultados	-0,04	0,04	0,00	-207,43
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,66	-0,78	-1,44	-12,84
- Comisión de sociedad gestora	-0,50	-0,50	-1,00	3,58
- Comisión de depositario	-0,03	-0,02	-0,05	3,66
- Gastos por servicios exteriores	-0,02	-0,02	-0,04	1,17
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	-0,01	-10,09
- Otros gastos repercutidos	-0,11	-0,23	-0,34	-51,15
(+) Ingresos	0,01	0,00	0,01	5.445,14
+ 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	0,00	0,01	5.445,14
± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)</b>	<b>200.535</b>	<b>189.769</b>	<b>200.535</b>	

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

### 3. Inversiones financieras

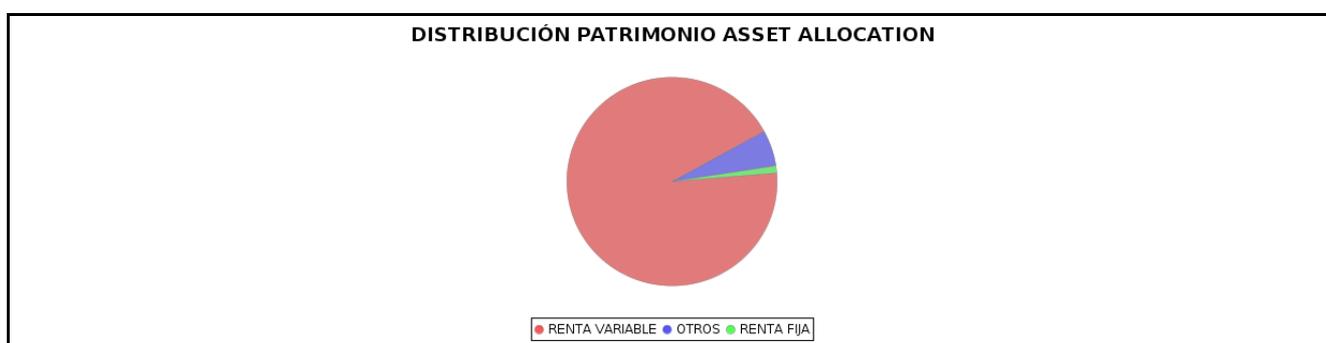
#### 3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	2.206	1,10	2.251	1,19
TOTAL RENTA FIJA	2.206	1,10	2.251	1,19
TOTAL RV COTIZADA	107.927	53,83	95.000	50,06
TOTAL RV NO COTIZADA	51	0,03	51	0,03
TOTAL RENTA VARIABLE	107.978	53,86	95.051	50,09
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	110.185	54,96	97.302	51,28
TOTAL RV COTIZADA	79.161	39,46	80.571	42,50
TOTAL RENTA VARIABLE	79.161	39,46	80.571	42,50
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	79.161	39,46	80.571	42,50
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	189.346	94,42	177.872	93,78

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

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 total



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

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
REPSOL S.A.	Futuros comprados	7.100	Inversión
INDRA SISTEMAS	Futuros comprados	4.024	Inversión
Total subyacente renta variable		11124	
DJ EURO STOXX 50	Futuros vendidos	10.891	Inversión
S&P 500 INDEX	Futuros vendidos	45.136	Inversión
Total otros subyacentes		56027	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>67151</b>	

### 4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes	X	

## 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

Recuperación extraordinaria de retenciones sobre dividendos extranjeros.

## 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		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, sociedad de inversión, 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

Solo existe un único accionista con mas del 20% de la SICAV con un 23,91% de participación con un total de 923.227 acciones.

Durante el trimestre se han llevado a cabo 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 3,316%.

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

Sin advertencias

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

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

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

Cerramos un año 2022 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.

Adicionalmente, Europa se ha visto sometida a una fuerte incertidumbre y presión en los precios de la energía (crudo, electricidad y gas), lo que ha supuesto si cabe un mayor tensionamiento de los precios (agravado además por un dólar muy fuerte durante gran parte del año)

En este contexto, las bolsas mundiales han respondido en, términos generales, con bajadas más o menos sensibles, siendo especialmente relevantes las caídas de aquellos sectores o compañías con múltiplos y expectativas de crecimiento implícitamente elevadas. El ejemplo quizás más significativo ha sido quizás el Nasdaq, con pérdidas superiores al 30% en el año. En Europa, el comportamiento de las bolsas ha sido algo menos negativo, aunque con caídas generalizadas (STOXX 600 -13%, IBEX -5,5%, DAX -12,3%, EURO STOXX 50 -11,9%).

La rápida y contundente subida de tipos implementada por los Bancos Centrales provocó también correcciones sensibles en la valoración de la renta fija, en todos los rangos de riesgo y duración.

Ha sido un año también donde hemos asistido al pinchazo de algunos activos burbuja, siendo el más claro exponente de esta realidad las criptomonedas.

En este entorno complejo, no podemos dejar de mencionar el buen comportamiento que han tenido, en general, las inversiones de valor que, por otra parte, llevaban más de 10 años registrando un comportamiento relativo mucho más pobre que el segmento de compañías de crecimiento, alentado este último por un entorno de tipos e inflación muy bajos (tipos reales negativos), lo que hacía que el mercado tendiera a valorar muy generosamente cualquier compañía en crecimiento.

En esta nueva realidad de inflación y tipos, que sinceramente pensamos está aquí para quedarse unos cuantos años, creemos que seguiremos asistiendo a un equilibrio de valoraciones más favorable para las empresas de valor.

En otro orden de cuestiones, el 2022 ha servido también para demostrarnos nuestro aún muy elevado nivel de dependencia de los combustibles fósiles, poniendo muy en evidencia que para poder hacer una transición energética ordenada vamos a necesitar invertir en petróleo, gas y energía nuclear durante muchos años aún.

b) Decisiones generales de inversión adoptadas

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

c) Índice de referencia

La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión, aunque a modo ilustrativo en nuestras publicaciones se compara con el STOXX 600 NR (incluye dividendos). Dicho índice obtuvo una rentabilidad del +9,84% en el periodo, que compara con un +14,37% de la SICAV, es decir, un diferencial en rentabilidad de 4,53%. La cartera tiene un sesgo hacia sectores más cíclicos, como pueden ser consumo discrecional o materiales, que tuvieron un peor comportamiento durante el trimestre.

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

El patrimonio sube desde 177,1 millones de euros hasta 200,5 millones de euros, es decir un 13,21%. El número de accionistas baja desde 220 unidades hasta 214 unidades. La rentabilidad en el trimestre ha sido de un +14,37%. La rentabilidad de la Letra del Tesoro a un Año para este periodo ha sido de 2,38%.

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

La rentabilidad de la SICAV hasta el 31/12/2022 ha sido del +9,56%, que compara con el +7,35% del fondo (MUZA, FI).

## 2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo

Durante el cuarto trimestre, hemos aumentado inversiones en Flatex, OHLA, ROVI, Sngular People y Tubacex, mientras que redujimos en Indra, IPCO, Metrovacesa, Repsol, Sacyr y Semapa. También, salimos de Altri y de Orpea. Ninguno de estos movimientos ha significado un cambio de ponderación relevante en nuestra cartera y tras estos ligeros cambios de ponderación esta siempre el mismo razonamiento fundamental que no es otros que el de aprovechar las diferencias que hay entre la evolución de las cotizaciones y nuestra valoración intrínseca de cada una de esas compañías.

b) Operativa de préstamos de valores

No aplica.

c) Operativa en derivados y adquisición temporal de activos

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

d) Otra información sobre inversiones

Valores no cotizados: - 1.100 acciones ALLIANZ CIA SEG por un valor a 31/12/22 de 51.447 euros.

## 3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD

La SICAV no tiene ningún objetivo concreto de rentabilidad, más allá de obtener una revalorización a largo plazo del capital invertido que supere la inflación.

## 4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO

La volatilidad de la SICAV hasta el 31/12/2022 ha sido del 17,33%, que compara con el 0,07% 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, ALMAGRO, INMOBILIARIA DEL SUR, IBERPAPEL, VIDRALA, ENCE, LLORENTE Y CUENCA y SACYR.

#### 6. INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS CNMV

Nada que indicar.

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

No aplica.

#### 8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANÁLISIS

La Sociedad ha soportado durante el ejercicio 2022 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 2022 han ascendido a 75.000,00 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 2023, querríamos compartir algunas reflexiones. La primera de ellas, como no puede ser de otra manera, es la inflación. Aunque estamos ya asistiendo a una desaceleración progresiva, ésta va a seguir siendo elevada si la comparamos con los objetivos de los Bancos Centrales que, en general, buscan que no supere el 2%.

Especialmente preocupante es ahora la evolución de la inflación subyacente que, como todos sabemos, excluye en su cálculo los elementos tradicionalmente más volátiles como energía y alimentos.

Europa ha entrado en el 2023 con una inflación subyacente por encima del 5% (el dato más fuerte desde la creación del Euro) y esta realidad es la que los Bancos Centrales tienen que combatir por encima de cualquier otra consideración macroeconómica. En EE. UU., el mismo indicador está en el 6%, con la expectativa de que tienda a suavizarse algo en los próximos meses, pero con un problema adicional sobre Europa, que son las fuertes tensiones salariales.

Se estima que en EE. UU. hay un déficit de fuerza laboral de entre 3,5 y 4 millones de personas. Las razones son achacables al elevado nivel de actividad económica (de ahí la persistencia de la Fed en enfriar lo antes posible la economía) pero, sobre todo, atribuibles al hecho de que han desaparecido del mercado laboral muchos trabajadores que, por diferentes razones (fallecimientos por la pandemia, jubilaciones, regreso a sus países de origen, rigidez en los permisos de trabajo para inmigrantes, etc.), tienen a día de hoy poca posibilidad de reemplazo. Es aquí donde creemos que va a existir más riesgo en cuanto a la persistencia e intensidad de la inflación en los próximos meses y, desde luego, esta es la razón principal por la que hoy creemos que los tipos de interés en EE. UU. pueden mantenerse elevados más tiempo del que inicialmente descuenta el mercado.

Adicionalmente, tenemos una segunda variable que va a seguir teniendo su impacto en el enfriamiento de la economía, que son los crecientes costes financieros para empresas y particulares.

La subida de los costes de financiación se irá reflejando paulatinamente según vayan venciendo o revisándose las

condiciones actuales. En Europa el Euribor ha pasado en pocos meses del -0,5% al 3,3% y está en máximos de los últimos 14 años.

Como se puede ver en los gráficos siguientes, los costes financieros se han cuasi duplicado desde mediados del 2022 y aunque aún es pronto para ver el impacto completo de esta subida en la economía, es evidente que a lo largo del 2023 veremos un impacto creciente en la economía de los costes financieros.

Un bono corporativo con investment grade a 10 años está actualmente 210 puntos por encima del bono a 10 años americano (3,75%), es decir, se le pide una rentabilidad cercana al 6%. Este mismo cálculo a finales del 2021 estaba en el 3,3% (bono a 10 años americano 1,5% + spread de 180 puntos).

Tenemos además por delante un proceso de progresiva retirada de liquidez por parte de los Bancos Centrales, lo que en general tenderá a encarecer las emisiones de deuda. El BCE tiene en mente reducir su cartera de activos (Asset Purchase Programme) desde marzo del 2023 en adelante, a un ritmo mensual de unos 15.000 millones de euros hasta finales de junio (donde se darán nuevos objetivos para el tercer trimestre). La Fed lleva desde marzo del 2022 reduciendo sus activos y actualmente están bajando a un ritmo de 95.000 millones de dólares al mes (aproximadamente, un 1% de la cartera al mes).

Si sumamos los esfuerzos de los Bancos Centrales por mantener controlada la inflación a cualquier coste (necesidad de enfriar la economía) a los propios efectos que la inflación genera (menor renta disponible y mayores costes para las empresas) y a esto, además, unimos unos mayores costes de financiación, no es difícil visualizar un entorno de beneficios empresariales decrecientes.

Todavía hay un consenso generalizado de crecimiento de beneficios de cara al 2023 en EE. UU. (con crecimientos en el entorno del 4% para el S&P 500) y algo menores para Europa. EE. UU. sigue más caro en términos de múltiplos de beneficios que Europa, (17 y 13 veces beneficios respectivamente) entre otras razones, porque hay más compañías de crecimiento al otro lado del Atlántico. Adicionalmente, en EE.UU. los beneficios han crecido con respecto al año previo a la pandemia (2019) a tasas anuales compuestas cercanas al 10% (lo que está muy por encima de su media normalizada de crecimiento, que suele acercarse más al 6%).

Nuestra preocupación de cara al 2023 se centra, sobre todo, en cómo se va a asentar el crecimiento económico en este nuevo contexto de tipos, inflación y retirada progresiva de liquidez por parte de los Bancos Centrales. Creemos que, evidentemente, las compañías (salvando sectores como el Bancario), tendrán que sentir en sus cuentas de resultados una menor propensión al consumo, mientras que, en paralelo, van a seguir soportando una inflación de costes que aún no han podido repercutir a precios.

En este contexto, mantenemos una posición relativamente conservadora para lo que son nuestros estándares de inversión, con coberturas sobre el S&P 500 y EURO STOXX 50.

No olvidemos que una subida general de los tipos de interés tiene muchos efectos colaterales, a parte de los mayores costes en sí. Entre otras, estas subidas suelen llevar aparejadas mayor aversión al riesgo, menor sensación de riqueza latente por la caída de valoración de muchos activos (acciones, activos reales, etc.), reducción del consumo, subida de los riesgos de impagos, etc.

Las generaciones actuales de empresarios y profesionales activos sólo han conocido inflación y tipos de interés bajos o a la baja. Llevamos más de 30 años de bajadas de tipos de interés y, aunque no sabemos ni podemos predecir donde estarán los tipos de interés en unos años, lo que sí tenemos claro es que por primera vez en mucho tiempo estamos sufriendo las consecuencias de una inflación no vista desde más de 40 años. Esto nos hace pensar que la vuelta a políticas monetarias más ortodoxas y acordes con los cánones de la que podríamos denominar antigua economía donde, entre otras cosas, el que pide dinero prestado acostumbra a pagar un interés razonable a aquel que se lo presta (y no al revés), está aquí para quedarse más tiempo del que muchos podemos pensar.

Esto implica, entre otras muchas cosas, que empresas y particulares tendrán que ir poco a poco volviendo a la disciplina de unos endeudamientos más acordes con la nueva realidad y a valorar más cuidadosamente la rentabilidad de las nuevas inversiones, ahora que el coste de la deuda y el del capital exigen unos mayores retornos. Esta vuelta a una mayor ortodoxia financiera es posible que sea aún lenta (hay una inercia muy importante de muchos años de dinero muy barato) pero creemos que va a ser imparable.

Parte de esta vuelta a la normalidad la estamos viendo desde hace algunos meses en la propia banca que, tras décadas de beneficios deprimidos, parece que por fin puede empezar a ganarse la vida haciendo lo que tradicionalmente hacen los bancos: alquilar dinero a un tipo de interés que justifique el riesgo que está asumiendo.

Siendo algo más cáusticos, quizás en este nuevo contexto macro, de menor exuberancia y más ortodoxia, se terminen por depurar burbujas como las de las criptomonedas e incluso, en algún momento podamos ver como por fin la capitalización conjunta de BMW, Mercedes, Volkswagen, Stellantis, Renault y Ferrari (300.000 millones de euros), cuyos beneficios agregados suman más de 70.000 millones de euros, supere a la de Tesla que aun ganando un 80% menos que todas las anteriores juntas, sigue valiendo un 20% más (360.000 millones).

Siguiendo los consejos de Ken Galbraith que decía que la única función de las previsiones económicas es hacer que la astrología parezca una ciencia respetable, evitaremos anticipar lo que nos puede deparar el 2023, en cuanto a si veremos o no una recesión y cómo de importante o duradera podría ser.

Sin pretender saber, por tanto, donde nos vamos a encontrar dentro de un año, por lo menos sí sabemos dónde estamos hoy y, está claro que nos encontramos en un contexto donde hay más elementos para ser cautos que optimistas, lo cual no nos impide desearos un muy feliz año 2023.

## 10. Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
XS2366570239 - RFIJA OHL OPERACIONES [6.60]2026-03-31	EUR	2.206	1,10	2.251	1,19
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		2.206	1,10	2.251	1,19
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>2.206</b>	<b>1,10</b>	<b>2.251</b>	<b>1,19</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>2.206</b>	<b>1,10</b>	<b>2.251</b>	<b>1,19</b>
ES0112458312 - ACCIONES AZCOYEN	EUR	4.592	2,29	4.949	2,61
ES0129743318 - ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	4.411	2,20	4.557	2,40
ES0173516115 - ACCIONES REPSOL SA	EUR	6.459	3,22	182	0,10
ES0105630315 - ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	4.438	2,21	4.368	2,30
ES0126775032 - ACCIONES DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE	EUR	463	0,23	474	0,25
ES0180907000 - ACCIONES UNICAJA BANCO	EUR	6.492	3,24	5.879	3,10
ES0105122024 - ACCIONES METROVACESA	EUR	2.847	1,42	5.888	3,10
ES0105223004 - ACCIONES GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	5.367	2,68	4.906	2,59
ES0105591004 - ACCIONES LORENTE & CUENCA SA	EUR	751	0,37	834	0,44
ES0121975009 - ACCIONES CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FE	EUR	3.366	1,68	3.115	1,64
ES0141571192 - ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(	EUR	2.563	1,28	2.575	1,36
ES0142090317 - ACCIONES OBRASCON	EUR	3.436	1,71	3.699	1,95
ES0130625512 - ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	3.800	1,90	4.278	2,25
ES0105561007 - ACCIONES PARLEM TELECOM SA	EUR	196	0,10	324	0,17
ES0182870214 - ACCIONES SACYR SA	EUR	11.617	5,79	10.823	5,70
ES0118594417 - ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR	4.406	2,20	3.969	2,09
ES0132105018 - ACCIONES ACERINOX SA	EUR	4.974	2,48	2.990	1,58
ES0147561015 - ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	1.063	0,53	1.148	0,60
ES0154653911 - ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	2.806	1,40	3.153	1,66
ES0164180012 - ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	4.781	2,38	5.313	2,80
ES0126501131 - ACCIONES AC.ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	898	0,45	999	0,53
ES0183746314 - ACCIONES VIDRALA SA	EUR	3.618	1,80	2.965	1,56
ES0105611000 - ACCIONES SINGULAR PEOPLE	EUR	1.375	0,69	1.312	0,69
ES0148396007 - ACCIONES INDITEX SA	EUR	241	0,12	209	0,11
ES0105130001 - ACCIONES GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	6.173	3,08	7.155	3,77
ES0105389003 - ACCIONES ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	2.498	1,25	2.518	1,33
ES0132945017 - ACCIONES TUBACEX SA	EUR	5.027	2,51	4.696	2,47
ES0105544003 - ACCIONES OPDENERGY HOLDINGS SA	EUR	1.325	0,66		
LU1598757687 - ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	1.970	0,98	1.724	0,91
ES0157261019 - ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	5.975	2,98		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>107.927</b>	<b>53,83</b>	<b>95.000</b>	<b>50,06</b>
ES0108390032 - ACCIONES ALLIANZ, CMA. DE SEGUROS Y REAS	EUR	51	0,03	51	0,03
<b>TOTAL RV NO COTIZADA</b>		<b>51</b>	<b>0,03</b>	<b>51</b>	<b>0,03</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>107.978</b>	<b>53,86</b>	<b>95.051</b>	<b>50,09</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>110.185</b>	<b>54,96</b>	<b>97.302</b>	<b>51,28</b>
NL0012650360 - ACCIONES IRHI MAGNESITA NV	GBP	960	0,48	886	0,47
US30303M1027 - ACCIONES FACEBOOK INC	USD	528	0,26	723	0,38
CY0106002112 - ACCIONES ATALAYA MINING PLC	GBP	14.526	7,24	14.630	7,71
DE000A0KPPR7 - ACCIONES INABALTEC AG (NTG GY)	EUR	846	0,42	794	0,42
PTGALOAM0009 - ACCIONES GALP ENERGIA SGPS SA	EUR	6.053	3,02	5.369	2,83
DE000FTG1111 - ACCIONES FLATEX AG	EUR	1.181	0,59	443	0,23
PTGNV0AMS000 - ACCIONES GREENVOLT ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR			178	0,09
LU1704650164 - ACCIONES BIFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	3.204	1,60	2.445	1,29
CA3038971022 - ACCIONES FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD	2.513	1,25	2.237	1,18
DE000A2TSQH7 - ACCIONES KATEK SE	EUR	1.731	0,86	1.571	0,83
PTALTOAE0002 - ACCIONES ALTRI SGPS SA	EUR			2.952	1,56
PTGNV0AM0001 - ACCIONES GREENVOLT ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR	1.430	0,71	2.723	1,44
PTPTIOAM0006 - ACCIONES NAVIGATOR	EUR	2.373	1,18	2.636	1,39
CH0023405456 - ACCIONES IDUFRY AG	CHF	5.032	2,51	3.978	2,10

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
MX01Q0000008 - ACCIONES QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	5.762	2,87	6.140	3,24
CA46016U1084 - ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	14.203	7,08	16.430	8,66
IT0000076486 - ACCIONES DANIELI AND C OFFICINE MECCANIC	EUR	4.060	2,02	3.805	2,01
DE0007100000 - ACCIONES MERCEDES BENZ GROUP	EUR	3.607	1,80	3.244	1,71
FR0000184798 - ACCIONES ORPEA	EUR			1.701	0,90
DE000A3CMGN3 - ACCIONES HGears AG	EUR	640	0,32	1.140	0,60
MX01HO090008 - ACCIONES GRUPO HOTELERO SANTA FE	MXN	2.014	1,00	1.357	0,72
IT0004931058 - ACCIONES MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	1.915	0,96	1.692	0,89
PTSEM0AM0004 - ACCIONES SEMAPA SOCIEDADE DE INVESTIMENT	EUR	1.856	0,93	2.690	1,42
LU1598757687 - ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	4.727	2,36	807	0,43
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>79.161</b>	<b>39,46</b>	<b>80.571</b>	<b>42,50</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>79.161</b>	<b>39,46</b>	<b>80.571</b>	<b>42,50</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>79.161</b>	<b>39,46</b>	<b>80.571</b>	<b>42,50</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>189.346</b>	<b>94,42</b>	<b>177.872</b>	<b>93,78</b>

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

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

## 11. Información sobre la política 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 2022 ha sido de 789.468,48 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 SGIIC como remuneración por su gestión.

(b) A 31 de diciembre de 2022 el número total de altos cargos dentro de la SGIIC, 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 789.468,48 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.

## 12. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total (Reglamento UE 2015/2365)

Sin información