

MUZA, FI
Nº Registro CNMV: 5391

Informe Trimestral del Primer trimestre de 2020

Gestora: MUZA GESTIÓN DE
ACTIVOS, SGIIC, S.A.

Depositarario: SANTANDER
SECURITIES SERVICES, S.A.

Auditor:
PRICEWATERHOUSECOOPERS
AUDITORES, S.L

Grupo Gestora: MUZA

Grupo Depositarario: CREDIT
AGRICOLE

Rating Depositarario: Baa1

Fondo por compartimentos: NO

El presente informe junto con los últimos informes periodicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.muzagestion.com.

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

Dirección

C/ CASTELLO, 128 9º PLANTA 28006 - MADRID (MADRID) (911634812)

Correo electrónico

info@muzagestion.com

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).

INFORMACIÓN FONDO

Fecha de registro: 21-06-2019

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Vocación inversora: Renta Variable Internacional
Perfil de riesgo: 5, en una escala del 1 al 7.

Descripción general

Política de inversión:

El fondo tiene un mínimo del 75% de la exposición total en renta variable, sin predeterminación respecto a capitalización bursátil ni sector. Los mercados/emisores no están predeterminados, pudiendo invertir en cualquier área geográfica, incluyendo países emergentes, pudiendo existir puntualmente concentración geográfica y/o sectorial.

El resto de la exposición será principalmente en renta fija de emisores públicos de países OCDE con duración inferior a 12 meses, no obstante no se descarta puntualmente la exposición a renta fija pública y/o privada sin predeterminación en cuanto a emisores/mercados, incluyendo países emergentes, ni a la duración. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos, así como instrumentos del mercado monetario cotizados o no, que sean líquidos. La calificación crediticia para las emisiones de renta fija será al menos media (BBB- por S&P o equivalente) o si fuera inferior, el rating que tenga el Reino de España en cada momento. La metodología de selección de valores, se centra en la filosofía de valor que consiste en los principios básicos de la inversión en Valor fundamentado en la inversión en compañías a un precio por debajo de su valor intrínseco o real. La exposición a riesgo de divisa será de 0%-100%. Se podrá invertir hasta el 10% en IIC financieras. Directamente solo se realizan derivados negociados en mercados organizados de derivados como cobertura, si bien se podrán realizar indirectamente en organizados o no como cobertura o inversión.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España.

La IIC diversifica las inversiones en los activos mencionados anteriormente en, al menos, seis emisiones diferentes. La inversión en valores de una misma emisión no supera el 30% del activo de la IIC.

Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de instrumentos financieros derivados es el importe del patrimonio neto.

La estrategia de inversión del fondo conlleva una alta rotación de la cartera. Esto puede incrementar sus gastos y afectar a la rentabilidad.

Operativa en instrumentos derivados

Cobertura de riesgos

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

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

ISF005391

Divisa de denominación
EUR

Recibido. Firmado _____

2) Datos económicos.

	Período actual	Período anterior	2020	2019
Índice de rotación de la cartera	0,16	0,24	0,16	
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,40	-0,40	-0,40	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Período actual	Período anterior
Nº de participaciones	600.191,29	331.344,89
Nº de participes	50	36
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	0,00

Inversión mínima	.00 EUR
------------------	---------

¿Distribuye dividendos? NO

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del período (EUR)
Período del informe	4.224	7,0383
2019	3.502	10,5678
2018		
2017		

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

Comisión de gestión						Base de cálculo	Sistema imputación
% efectivamente cobrado							
Período			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,25	0,00	0,25	0,25	0,00	0,25	Mixta	al fondo

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Período	Acumulada	
0,02	0,02	Patrimonio

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

2.2) Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

A) Individual

Rentabilidad (% sin anualizar)

	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último Trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	2018	2017	2015
Rentabilidad IIC	-33,40	-33,40	7,82	-1,80					

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último Año		Últimos 3 Años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-10,62	12-03-2020	-10,62	12-03-2020		
Rentabilidad máxima (%)	4,99	24-03-2020	4,99	24-03-2020		

(i) Sólo se informa para las clases con una antigüedad mínima del periodo solicitado y siempre que no se haya modificado su vocación inversora.

Se refiere a las rentabilidades máximas y mínimas entre dos valores liquidativos consecutivos.

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es diaria.

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el periodo.

Medidas de riesgo (%)

	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	2018	2017	2015
Volatilidad(ii) de:									
Valor liquidativo	39,04	39,04	11,40	11,83					
Ibex-35	49,41	49,41	12,80	13,22					
Letra Tesoro 1 año	0,45	0,45	0,36	0,22					
VaR histórico(iii)									

(ii) Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de distintas referencias. Sólo se informa de la volatilidad para los periodos con política de inversión homogénea.

(iii) VaR histórico: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

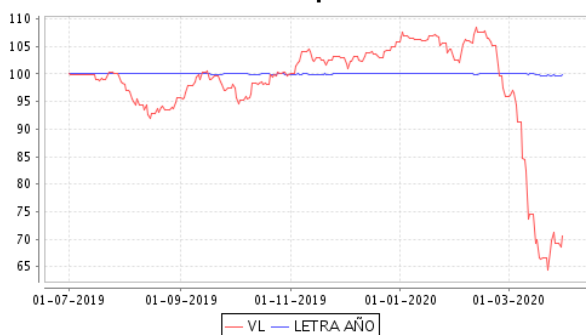
(continuación)

Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

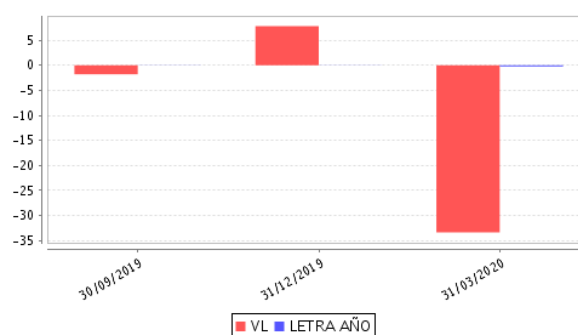
Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	2018	2017	2015
0,30	0,30	0,47	1,16					

(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

Gráficos evolución valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad trimestral de los últimos 3 años



El fondo tiene un mínimo del 75% de la exposición total en renta variable, sin predeterminación respecto a capitalización bursátil ni sector. Los mercados/emisores no están predeterminados, pudiendo invertir en cualquier área geográfica, incluyendo países emergentes, pudiendo existir puntualmente concentración geográfica y/o sectorial. El resto de la exposición será principalmente en renta fija de emisores públicos de países OCDE con duración inferior a 12 meses, no obstante no se descarta puntualmente la exposición a renta fija pública y/o privada sin predeterminación en cuanto a emisores/ mercados, incluyendo países emergentes, ni a la duración. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos, así como instrumentos del mercado monetario cotizados o no, que sean líquidos. La calificación crediticia para las emisiones de renta fija será al menos media (BBB- por S&P o equivalente) o si fuera inferior, el rating que tenga el Reino de España en cada momento. La metodología de selección de valores, se centra en la filosofía de valor que consiste en los principios básicos de la inversión en Valor-fundamentado en la inversión en compañías a un precio por debajo de su valor intrínseco o real. La exposición a riesgo de divisa será de 0%-100%. Se podrá invertir hasta el 10% en IIC financieras. Directamente solo se realizan derivados negociados en mercados organizados de derivados como cobertura, si bien se podrán realizar indirectamente en organizados o no como cobertura o inversión. Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España. La IIC diversifica las inversiones en los activos mencionados anteriormente en, al menos, seis emisiones diferentes. La inversión en valores de una misma emisión no supera el 30% del activo de la IIC. Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de instrumentos financieros derivados es el importe del patrimonio neto. La estrategia de inversión del fondo conlleva una alta rotación de la cartera. Esto puede incrementar sus gastos y afectar a la rentabilidad. "Se puede encontrar información adicional en el Anexo de este informe"

B) Comparativa

Durante el periodo de referencia, la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora se presenta en el cuadro adjunto. Los fondos se agrupan según su vocación inversora.

Vocación inversora	Patrimonio gestionado* (miles de euros)	Nº de partícipes	Rentabilidad periodo media**
Renta Variable Internacional	3.540	50	-33,40
Total	3.540	50	-33,40

*Medias.

**Rentabilidad media ponderada por patrimonio medio (%) de cada FI en el periodo.

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

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	3.672	86,93	3.209	91,66
* Cartera interior	1.965	46,51	1.908	54,49
* Cartera exterior	1.707	40,42	1.301	37,17
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	558	13,21	164	4,68
(+/-) RESTO	-6	-0,14	128	3,67
PATRIMONIO	4.224	100,00	3.502	100,00

Notas:

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

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4) Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación período actual	Variación período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO ANTERIOR	3.502	606	3.502	
+/- Suscripciones/ reembolsos (neto)	53,52	193,94	53,52	-31,17
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	-33,11	10,06	-33,11	-921,10
(+/-) Rendimientos de gestión	-32,78	11,46	-32,78	-813,57
+ Intereses	-0,02	-0,01	-0,02	155,15
+ Dividendos	0,29	0,19	0,29	287,92
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	-33,06	11,30	-33,06	-829,81
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Otros resultados	0,00	-0,01	0,00	-79,76
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,33	-1,40	-0,33	-41,50
- Comisión de gestión	-0,25	-1,07	-0,25	-42,50
- Comisión de depositario	-0,02	-0,02	-0,02	150,20
- Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,19	-0,03	-58,35
- Otros gastos de gestión corriente	-0,01	-0,02	-0,01	-1,96
- Otros gastos repercutidos	-0,03	-0,11	-0,03	-39,82
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
+ 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	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO ACTUAL	4.224	3.502	4.224	

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

3. Inversiones financieras

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

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES ALMIRALL SA	EUR	23	0,55		
ACCIONES UNICAJA BANCO	EUR	64	1,53	85	2,42
ACCIONES REPSOL SA	EUR	117	2,76	104	2,96
ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	54	1,27	83	2,36
ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	45	1,06	62	1,77
ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR	108	2,55	125	3,57
ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(EUR	42	0,99	36	1,02
ACCIONES MASMOVIL IBERCOM SA	EUR	89	2,10	55	1,57
ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	53	1,26	78	2,24
ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	47	1,12	45	1,28
ACCIONES GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	218	5,16	217	6,21
ACCIONES MERLIN PROPERTIES SOCIMI SA	EUR	48	1,14		
ACCIONES PHARMA MAR SA	EUR			161	4,59
ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	166	3,93	186	5,32
ACCIONES CAIXABANK,S.A.	EUR	31	0,74		
ACCIONES BANKINTER S.A	EUR	36	0,85		
ACCIONES TELEFONICA	EUR	79	1,88	66	1,88
ACCIONES LIBERBANK SA	EUR	59	1,39	35	1,00
ACCIONES REPSOL SA	EUR			1	0,03
ACCIONES TECNICAS REUNIDAS SA	EUR	95	2,25	106	3,04
ACCIONES AZCOYEN	EUR	92	2,17	50	1,43
ACCIONES SACYR SA	EUR	278	6,59	209	5,96
ACCIONES OBRASCON	EUR	12	0,28		
ACCIONES VOCENTO SA	EUR	25	0,59		
ACCIONES GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	105	2,49	145	4,14
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	78	1,85	60	1,71
RV COTIZADA		1.965	46,50	1.908	54,50
RENTA VARIABLE		1.965	46,50	1.908	54,50
INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		1.965	46,50	1.908	54,50
ACCIONES COVESTRO AG	EUR	40	0,95	59	1,70
ACCIONES APERAM W/I	EUR			28	0,79
ACCIONES MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	54	1,27	68	1,95
ACCIONES CTT CORREIOS DE PORTUGAL SA	EUR	30	0,71	32	0,91
ACCIONES AFRICA ENERGY CORP (SS)	SEK			5	0,14
ACCIONES ALTRI SGPS SA	EUR	72	1,70		
ACCIONES SEMAPA SOCIEDADE DE INVESTIMENT	EUR	55	1,31	98	2,80
ACCIONES ALPHABET INC - CL C	USD	68	1,62		
ACCIONES TCM GROUP A/S	DKK	94	2,22	80	2,28
ACCIONES ANTOFAGASTA PLC	GBP	82	1,93		
ACCIONES PORTUCEL SA	EUR	18	0,43	16	0,45
ACCIONES ATALAYA MINING PLC	GBP	63	1,48	50	1,43
ACCIONES TUI AG	EUR	31	0,73	74	2,12
ACCIONES FLOW TRADERS	EUR	35	0,84		
ACCIONES RH I MAGNESITA NV	GBP	90	2,14		
ACCIONES KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTE	EUR	48	1,13	66	1,88
ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	64	1,52	126	3,60
ACCIONES ROYAL DUTCH SHELL PLC	EUR	24	0,58		
ACCIONES AIRBUS GROUP NV	EUR	39	0,91		
ACCIONES DUFREY AG	CHF	76	1,79	68	1,93
ACCIONES PIAGGIO AND C SPA	EUR	16	0,39	18	0,52
ACCIONES BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	127	3,01	138	3,93
ACCIONES COCA COLA EUROPEAN PARTNERS	EUR	100	2,38		
ACCIONES QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	270	6,39	303	8,64
ACCIONES AP MOELLER MAERSK A/S	DKK	98	2,32		
ACCIONES NABALTEC AG (NTG GY)	EUR	43	1,02		
ACCIONES DANIEMI AND C OFFICINE MECCANIC	EUR	70	1,66	73	2,09
RV COTIZADA		1.707	40,43	1.301	37,16
RENTA VARIABLE		1.707	40,43	1.301	37,16
INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		1.707	40,43	1.301	37,16
INVERSIONES FINANCIERAS		3.672	86,93	3.209	91,66

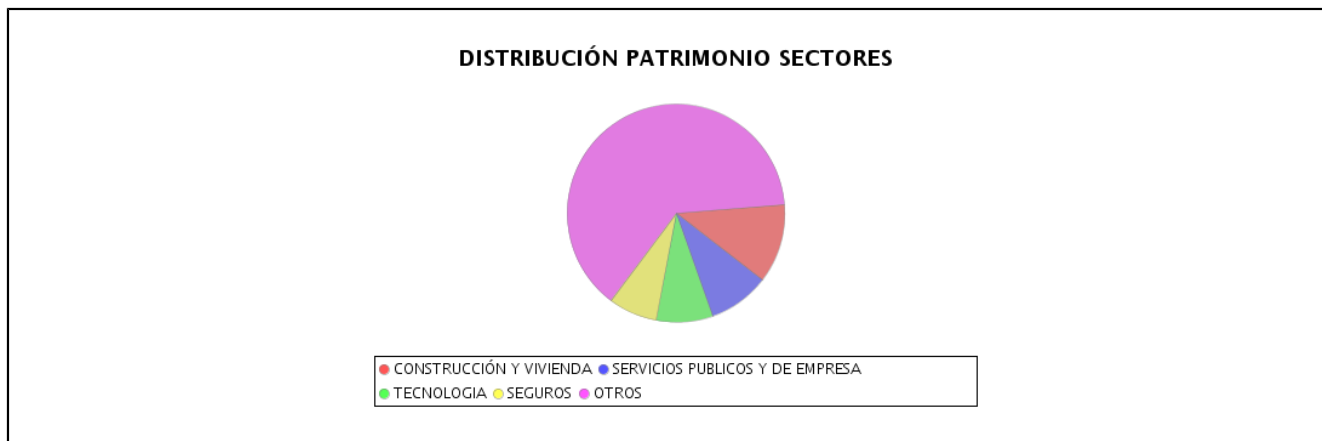
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
Inversiones Dudosas, Morosas o en Litigio					

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

* Para los valores negociados habrá que señalar si se negocian en Bolsa o en otro mercado oficial.

Los productos estructurados suponen un 0.00 % de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio



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

	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal suscripciones/reembolsos		X
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		X
c. Reembolso de patrimonio significativo		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Sustitución de la sociedad gestora		X
f. Sustitución de la entidad depositaria		X
g. Cambio de control de la sociedad gestora		X
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
i. Autorización del proceso de fusión		X
j. Otros hechos relevantes	X	

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

Cambio de Depositario Santander Securities Services por CACEIS.

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (superior al 20%)	X	
b. Modificaciones del escasa relevancia en el reglamento		X
c. Gestora y el Depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora o depositario, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo		X
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

Partícipes significativos: 1.628.017,19 - 38,54%
Partícipes significativos: 1.360.123,53 - 32,2%

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

9. Anexo explicativo del informe periódico

Entorno

Dada la extraordinaria situación que nos rodea, nos gustaría iniciar esta carta con algunas reflexiones a las que posiblemente muchos de vosotros ya habréis llegado. Todos somos conscientes de que este virus va a marcar un antes y un después -al menos durante una larga temporada- en diversos hábitos de nuestra vida cotidiana. Van a pasar muchos meses hasta que seamos capaces de valorar en perspectiva el impacto global de esta pandemia, y no nos referimos exclusivamente al impacto económico, sino también al psicológico. Nunca antes habíamos experimentado la imposibilidad de libertad de movimiento y esto nos ha obligado a pasar por una -prueba de uso forzosa- en muchas materias como, por ejemplo, el propio teletrabajo. Volveremos a la normalidad antes o después, pero está claro, que muchos protocolos y formas de entender los riesgos van a cambiar -como también lo hicieron tras los atentados del 11-S.

Entrando ya en la materia de esta carta, el fuerte confinamiento al que nos estamos viendo sometidos va tener un sensible y, en muchos casos, irrecuperable efecto económico. Sin entrar a criticar los aciertos y desaciertos de muchos Gobiernos en la prevención y gestión de esta situación, nos hemos enfrentado a una situación absolutamente nueva y desconocida. Esta dura realidad que estamos sufriendo en el mundo desarrollado -que no decir del mundo sub-desarrollado-, ha puesto además en evidencia las carencias estructurales que muchos países tenemos en diversos ámbitos de la industria y servicios, deficiencias que ni siquiera podíamos intuir se pondrían de manifiesto, como el simple hecho de ser incapaces de autoabastecernos de unas simples mascarillas o de unos test. Muy por encima de todo lo anterior, lo que esta pandemia ha puesto de relieve es que existe un riesgo más allá de las recesiones, los atentados e incluso de las guerras, que hasta ahora infravalorábamos o siquiera considerábamos y que ha puesto -patas arriba- la estabilidad económica de 5 continentes con una rotundidad e intensidad, no vista desde los periodos de post-guerra.

Aunque es cierto que a muchos nos vienen a la memoria los peores momentos de la crisis financiera del 2008, ni en los peores días de la misma, vivimos episodios de colapso en los mercados tan volátiles como los vividos desde mediados de febrero. Entrar a valorar ahora las causas de la dureza de las correcciones no viene al caso. Sean cuales fueren, creemos que esta corrección ha descontado, en muchos casos, una contracción económica muy severa, escenario que no podemos descartar, sobre todo, de cara a este primer semestre del año.

No podemos recordar ningún episodio de la historia reciente de la economía donde se hayan dado situaciones de cierre absoluto de actividad en tanta diversidad de sectores, industrias y países al mismo tiempo y de manera tan brusca. Dicho lo anterior, esta crisis no se inició por razones de sobre calentamiento de la economía, ni por una burbuja financiera, ni por ninguna otra causa estructural significativa -aunque algo pudiera estar dándose muy puntualmente en un determinado sector o país.

Teniendo en cuenta esta realidad, NO tenemos por delante -como ocurrió con la crisis financiera- la necesidad de reestructurar la mayoría del sistema financiero mundial, ni de corregir unas valoraciones del mercado inmobiliario desorbitadas, ni nos enfrentamos aparentemente a ningún reto macroeconómico distinto del que esta ocasionado la propia pandemia, que no es otro que el de reiniciar una economía -evidentemente, un gran reto en sí mismo- tras quizás dos o tres meses de -hibernación-.

Es complicado barajar escenarios de recuperación, entre otras cosas, porque no sabemos aún cómo va a producirse la normalización. Tenemos cierta luz que nos guía hacia como podrían desarrollarse los acontecimientos en China, que nos lleva varios meses de ventaja. Nuestro escenario central es que, si este proceso de normalización no se retrasa mucho más allá del primer semestre del 2020, una vez se den las condiciones adecuadas, la economía debería iniciar una recuperación paulatina. Si bien es cierto que vamos a necesitar estímulos y ayudas importantes para reiniciar los motores de la economía, los bancos centrales tienen ya claros y aprendidos muchos

de los estímulos no convencionales que se utilizaron tras la crisis financiera y que ahora serán nuevamente necesarios para -reiniciar- la economía. A diferencia de lo que ocurrió en la crisis financiera, ahora están mucho más consensuadas las medidas no convencionales de intervención y no se ha perdido tanto tiempo en acordarlas e implementarlas (como ocurrió, sobre todo, en Europa). Por poner en algunos ejemplos, el BCE decidió lanzar un Programa de Compra de Emergencia Pandémica, con una dotación total de 750.000 millones de euros y plazo hasta finales de 2020. Por su parte, la Fed aprobó un programa adicional de QE por un billón -doce ceros- de dólares, así como una bajada de los tipos de interés de 100 pbs hasta el rango 0-0,25%, replicando su decisión de finales de 2008. El Banco de Inglaterra hizo lo propio, asignando 200.000 millones de libras al proceso de expansión cuantitativa. Sin duda, veremos más actuaciones provenientes de los bancos centrales, al estilo del famoso -whatever it takes... and believe me, it will be enough- de Mario Draghi en 2012. El hecho de que estas medidas se hayan implementado con mayor rapidez, unida a la ausencia de tener que luchar contra un problema estructural grave, nos hace pensar, sin ánimo en absoluto de pecar de optimismo, que la senda de recuperación debe ser posible en un contexto de tiempo no muy lejano. Aquí es donde entra el juego de las letras, quizás debamos manejar un perfil de recuperación en -U- y no tanto de -V-, pero creemos que no hay razón a día de hoy para pensar en una -L-.

Situación de mercado

Dentro del contexto de la post-Guerra Fría, surgió en la Academia Militar de los Estados Unidos el concepto de VUCA, un acrónimo formado por la letra inicial de las siguientes palabras: Volatility, Uncertainty, Complexity y Ambiguity. El término en cuestión resulta apropiado para describir el entorno originado a raíz del COVID-19 en todos los mercados.

Los índices europeos cerraron marzo con caídas mensuales superiores al 15% e, incluso, por encima del 20% en el caso de Italia y España, los dos países inicialmente más afectados por la enfermedad en Europa. Se trata de un evento sin precedentes en este siglo, pues ni en el mes más complicado de la crisis financiera de 2008 (octubre), se registraron semejantes caídas. La misma lectura se puede extraer de los niveles de volatilidad sufridos, que alcanzaron -80% y 90%- (VIX) -a modo de referencia, su media de los últimos 5 años se sitúa en torno a 15%- para días después estabilizarse entre 50 y 60. En resumidas cuentas, a lo largo de marzo asistimos a lo que comúnmente se podría definir como un -mercado roto-.

En China, se ha frenado el ritmo de infectados y ya se vislumbran signos de normalización (fin de las restricciones de movilidad o reapertura de las fábricas incluso en el epicentro de la epidemia). La vuelta paulatina a la normalidad de China se debería extrapolar en estas próximas semanas a Europa y progresivamente a otras regiones que iniciaron el confinamiento más tarde. Al otro lado del Atlántico, EE. UU. lidera las cifras de casos confirmados a nivel global y los pronósticos apuntan a que el pico de contagios.

En el frente corporativo, la inmensa mayoría de compañías han suspendido cualquier tipo de indicación sobre las estimaciones de resultados que esperan para el 2020, ante la total falta de visibilidad. En coherencia con lo anterior, muchas compañías están preservando y gestionando la liquidez (ampliando líneas de crédito, cancelando dividendos y programas de recompra de acciones), implementando recortes de costes, cancelando planes de inversión que no sean estrictamente necesarios y, por supuesto, ajustando plantillas en la medida de sus posibilidades.

En este contexto de alta incertidumbre, a riesgo incluso de sonar arrogantes y/o imprudentes, tenemos la obligación de asumir una hipótesis de vuelta a la normalidad en la que apoyarnos, siendo ésta que las cosas empiecen a normalizarse en la segunda mitad de este año. Basados en esta hipótesis, hemos empezado a rotar algunas inversiones de nuestra cartera hacia aquellas compañías que creemos cumplen razonablemente con el doble objetivo de -sobrevivir- mejor en un contexto de incertidumbre y, al mismo tiempo, permitan recuperar una cantidad de valor similar a la que necesitamos para volver a nuestro valor liquidativo previo a la pandemia. En este entorno de incertidumbre es igual, o más importante, seleccionar donde no estar invertidos que acertar en donde sí debemos estarlo, sabiendo que la línea que separa una de otras inversiones es a veces muy difusa.

Resumen de cartera

Muza FI cerró el mes de marzo con una caída del 26,4%, siendo la rentabilidad acumulada en el conjunto del año del -33,4%. Estamos actualmente invertidos en 48 compañías, con un nivel de inversión del 91,8%.

En términos de rendimiento mensual, han destacado en su comportamiento Quálitas como mayor detractor. Como bien sabeis, Quálitas es nuestra principal inversión (casi un 7% del capital del fondo está invertido en esta compañía) por lo que cualquier variación en su cotización influye de manera significativa en la rentabilidad agregada. A la suma de la caída de la acción, que en el mes de marzo perdió más de un 26%, se unió la debilidad del peso mejicano, que cayó otro 21%. En nuestra opinión, esta inversión sigue manteniendo todas las cualidades que venimos indicando desde hace mucho tiempo. Dicho lo cual, es innegable que el contexto macro del mundo, y el de Méjico en particular, va a cambiar. Méjico está empezando ahora su confinamiento y este hecho, unido a que es un país cuya economía tiene una fuerte dependencia de EE.UU., del crudo y del turismo, nos hace pensar en un contexto macro donde el país sufrirá a buen seguro un parón. Por el lado positivo, si el país entra en un contexto de menor tráfico de coches y camiones, los ratios de siniestralidad de Quálitas deberán disminuirse proporcionalmente, otorgando mejores márgenes en este periodo de tiempo a la compañía, por lo que no vemos a corto plazo ningún elemento de preocupación en su cuenta de resultados. Por otro lado, el consejo de administración anunció hace pocos días un plan de recompra de acciones -que someterá a su Asamblea de accionistas en abril- de 1.400 millones de pesos, lo que equivale casi al 6% del valor de la compañía a cierre de marzo. Adicionalmente, se aprobó un pago de dividendo de otros 722 millones de pesos, elevando la remuneración total al 8,5%. Después de terminar con estos 2.100 millones de pesos de remuneración entre recompras y dividendos que se ejecutaran a lo largo del 2020, la compañía sigue teniendo un exceso de capital (caja) de otros 4.000 millones de pesos (un 16% de la capitalización a cierre de marzo) y creemos puede estar cotizando en este momento a unas 6 veces beneficios del 2020 o un Flujo de Caja libre entre capitalización del 16%.

Siguiendo con el resto de movimientos de la cartera, hemos continuado con el proceso de rotación de inversiones a lo largo del mes, reduciendo nuestra inversión en Boskalis y ROVI. En paralelo hemos comenzado a invertir en Almirall, Alphabet, Altri, Coca-Cola European Partners, Maersk y Merlin Properties. También, hemos incrementando algo exposición en Atalaya, Dufry y Sacyr.

Una de las nuevas incorporaciones ha sido Almirall compañía que se ha transformado mucho desde que vendiera su división de respiratorio a AstraZeneca en 2014, desde entonces, ha construido un portfolio de especialidades dermatológicas a través de diversas adquisiciones (Aqua, Polichem, Thermigen y el portfolio de Alergan para Acné). La compañía ha sufrido recientemente en su cotización porque se encuentra en un periodo de transición. Por un lado, le están cayendo las ventas de algunos productos como Aczone (sale de patente), al mismo tiempo que los milestones de AstraZeneca, que venían de la venta de respiratorio a AstraZeneca en el 2014, empiezan a disminuir y, por otro lado, la comercialización de otro componente, Seysara, presenta algo de incertidumbre. Dichos factores, entre otros, han hecho que la acción haya caído especialmente en estos últimos meses.

Sin embargo, creemos que tenemos una compañía cuyo crecimiento potencial en los próximos 2 ó 3 años puede ser muy significativo y se debe, fundamentalmente, a un pipeline de productos donde destacan dos compuestos especialmente importantes. El primero es el KX2-391 para combatir la Keratosis Actínica (se espera el lanzamiento en la primera y segunda parte del 2021 en EE. UU. y Europa, respectivamente). Esta enfermedad es el -pre-cáncer- más común de la piel, que se da por exceso de exposición solar y, de no tratarse, acaba ocasionando carcinoma. Se calcula que en EE.UU. hay más de 50 millones de personas afectadas. Almirall calcula que podrían tener ventas de este producto en el entorno de los 300 millones de dólares (alrededor de un 30% de las ventas actuales de la compañía). El otro compuesto importante es Lebrikizumab (lanzamiento en 2022), para el tratamiento de la Dermatitis Atópica. En Europa se calcula

que hay unos 4 millones de personas afectadas. El único tratamiento similar que se comercializa en Europa es Dupixent de Sanofi, que vendió 2.000 millones de euros en 2019. El compuesto de Almirall, se espera que tenga la misma eficacia que Dupixent pero con una sola inyección al mes, lo que lo hace a priori más atractivo.

Con un valor de empresa que ronda los euros 2,2bn y una generación de caja que se debería normalizar por encima de los euros 200m, el mercado valora Almirall a un múltiplo de Flujo de Caja de unas 10 veces. Al margen de una valoración más que razonable, tenemos toda la potencialidad de los compuestos que hemos mencionado y de otros que, por no hacer muy extensa esta carta, hemos omitido. Almirall creemos que debería sufrir muy poco en el contexto actual de pandemia, incluso, asumiendo un parón muy severo más prolongado de la economía.

Otra nueva inversión en la cartera ha sido Alphabet. Aunque somos conscientes de que no ganaría un concurso de originalidad, consideramos que aporta un componente de calidad diferencial. Siempre pensamos que la única forma de poder comprar esta compañía a precios atractivos sería en un escenario de estrés de mercados, como el actual. Alphabet engloba una batería de negocios que, a su vez, son auténticos -monstruos- por sí mismos como, por ejemplo, Google, YouTube, Waymo o Android. Aunque creemos que no es totalmente inmune a la caída de la actividad económica -sobre todo, en la parte de publicidad online- estos efectos serán transitorios. Tiene actualmente 100.000 millones de dólares en caja. El mercado estima un beneficio neto de unos \$40bn para 2021, con lo que estaría cotizando a 16 veces Valor Empresa, múltiplo que nos parece más que razonable para la cantidad de opcionalidad que hay en sus diferentes negocios.

Seguimos viendo sectores que van a sufrir especialmente en este año 2020, entre otros, los relacionados con el turismo en su más amplio espectro (cruceiros, agencias de viajes, cadenas hoteleras y aerolíneas). También, y por razones evidentes, el sector de petróleo -que ya venía algo -tocado- antes del inicio de la pandemia- seguirá sufriendo hasta que se ajusten correctamente oferta, demanda e inventarios. Adicionalmente, algunos sectores financieros van a tener impactos a corto y medio plazo en sus carteras e ingresos (hemos visto hace poco a JP Morgan adelantando fuertes provisiones en este primer trimestre de cara a lo que viene por delante en el 2020). Dentro de esta tipología de sectores que van a estar claramente expuestos a las consecuencias del fuerte parón de actividad, se están produciendo oportunidades de valor muy interesantes. Actualmente, tenemos exposición al sector turístico a través de Dufry (1,9%) y TUI (0,8%). En el caso de la industria petrolera, la posición más fuerte es la de Repsol (2,8%), seguida de IPCO (1,6%) y Royal Dutch (0,6%). Nuestra exposición al sector financiero se concentra en 4 bancos: CaixaBank (0,8%), Bankinter (1,2%) - en éstos dos iniciamos la posición a lo largo del mes-, Liberbank (1,5%) y Unicaja (1,6%). Todas estas compañías van a sufrir este 2020 y probablemente la resaca llegue en algunos casos al 2021, dicho lo cual la mayoría de sus cotizaciones han caído en estas últimas semanas a la mitad o incluso por debajo, recogiendo mucho ya de este escenario en su valoración. La razón de permanecer invertidos en todas ellas estriba en que, pensando en los próximos 2 años, incluso asumiendo que alguna de ellas necesitara capital adicional -enveto que hoy no vemos pero no podemos descartar-, la probabilidad de duplicar o triplicar la inversión en algunos casos creemos que es alta. Por último, el sector automóvil estaría también incluido en este último recuento de compañías afectadas. CIE y Gestamp representan en conjunto aproximadamente el 4% de la cartera. Aún teniendo claro que 2020 va a ser un -annus horribilis- en general, no nos extrañaría ver muchos planes de ayuda al sector impulsados por los Gobiernos una vez se terminen estos episodios de confinamiento.

Os pedimos como siempre que seáis pacientes. Sabiendo que estamos viviendo un periodo de incertidumbres muy fuertes, es igual de cierto que se están abriendo oportunidades muy atractivas, el valor de permanecer como siempre invertidos nos llevará probablemente equivocarnos en algunas decisiones pero a buen seguro nos permitirá también participar en numerosas oportunidades de valor.

10. Información sobre las políticas de remuneración

Sin información

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

Sin información

Recibido. Firmado _____