



Carta Mensual Muza, FI

Enero 2021





MUZA, FI

Rentabilidad de la cartera

Muza, FI registró una subida del **0,45%** en enero hasta un valor de **10,61 euros por participación**. Nuestro índice de referencia, el STOXX Europe 600 (NR)*, perdió un 0,75% en el mes.

Desde su **inicio** en junio de 2019, el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+6,2%** y una rentabilidad anualizada del **+2,9%**, frente al **+6,0%** y al **2,8%**, respectivamente, del STOXX Europe 600 (NR).

Atribución de resultados

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

#	Contribuidores	Detractores
1	ATALAYA	SACYR
2	RHI	DUFREY
3	DANIELI	LIBERBANK
4	TUI	UNICAJA
5	GAM	MAIRE TECNIMONT

Atalaya Mining se ha convertido en nuestra segunda mayor inversión, tras una revalorización cercana al 16% en enero, lo que ha hecho que sea nuestra inversión más rentable en este último mes.

Por el contrario, **Sacyr** ha arrancado el año con una caída del 10,5%, lo que ha provocado que sea ésta la inversión la que

Carta mensual, 31 de enero de 2021

mas rentabilidad ha detr ido en enero. No ha existido razón fundamental alguna tras esta corrección y seguimos viendo a esta compa a con unas muy buenas expectativas de crecimiento en concesiones en los próximos meses.

Rotación de posiciones

Durante **enero** desinvertimos totalmente en **TUI y Mediaset España**. En paralelo, hemos comenzado a invertir nuevamente en **Azkoyen y Caixabank**. Este es el resumen mensual del resto de movimientos:

Entradas	Aumento	Salidas	Reducción
Azkoyen	GAM	TUI	Gigas
Caixabank		Mediaset	ROVI
			Piaggio

Actualmente estamos invertidos en **47 compa as**, con un nivel de inversión del **91,5%**. La principal posición en la cartera en estos momentos es **Repsol** ya que, aunque vía acciones tenemos cerca de un 3% de nuestro portfolio, adicionalmente tenemos opciones *call*, que ajustadas por su delta representan otro 6% de la cartera.



MUZA, FI

Carta mensual, 31 de enero de 2021

Entorno de mercado

2020 ha sido sin duda alguna el año más convulso de la historia reciente de la economía y, en consecuencia, de las bolsas. La pandemia generó desde principios de marzo un estado de **parálisis en la economía** nunca visto antes y menos aun a nivel global. La **falta de visibilidad** sobre la duración de dicha pandemia y los efectos de ésta nos hizo perder más de un 40% de nuestro valor patrimonial a cierre de marzo. Desde entonces, nuestras inversiones se fueron recuperando paulatinamente y no fue hasta mediados de noviembre, con el anuncio de las inminentes aprobaciones de las **vacunas de Pfizer y Moderna**, cuando terminamos de recuperar prácticamente toda la pérdida.

Este año **2021** ha arrancado con una nueva ola de contagios que dificultarán la recuperación de algunos sectores especialmente maltratados como lo han sido, entre otros, el turismo y la hostelería. En paralelo, los programas de **vacunación** irán cogiendo inercia en la medida en que vayan llegando más dosis de vacunas, con lo que es posible que a finales del primer semestre la mayoría de la población de riesgo pueda estar ya vacunada en gran parte de **Europa**.

La U.E. tiene acordado recibir 600 y 160 millones de dosis de Pfizer y Moderna, respectivamente. Estos **760 millones de dosis permitirán vacunar a 380 millones de europeos** (en ambos casos se necesitan dos dosis por paciente). La población en Europa (ex Reino Unido) es de unos 450 millones de habitantes y de ésta, aproximadamente un 15% es menor de 14 años (donde la incidencia del virus es irrelevante). Cruzando estos datos, llegamos a la conclusión que se podría vacunar a toda la población por encima de 14 años a lo largo del 2021.

Aunque no podemos a día de hoy asegurar el **ritmo de vacunación**, que depende en gran medida de los tiempos de fabricación y entrega de viales, si es previsible que éste se acelere en el segundo trimestre, una vez se alcancen los niveles de producción esperados por la industria farmacéutica. Se estima que la llamada **inmunidad de rebaño** se podría alcanzar vacunando en torno al 70% de la población. Asumiendo que la eficiencia de las “vacunas RNA” es del 90%, Europa necesitaría vacunar a unos 300 millones de personas, ello sin considerar que el 20% de la población podría haber pasado ya la enfermedad y tener inmunidad natural.



MUZA, FI

En **España** estamos actualmente vacunando a un ritmo cercano a las 100.000 personas por día. Deberíamos poder llegar a unas 250.000 vacunaciones por día, de tal forma que se suministre la primera dosis a 125.000 personas y la segunda dosis a otras 125.000. De alcanzarse dichas cifras, en 6 ó 7 meses más del 60% de la población por encima de 14 años estaría inmunizada.

Toda esta pesada **explicación sobre la vacunación** la hemos expuesto con el único objetivo de enmarcar la que debería ser la lógica evolución de las noticias sobre la pandemia en los próximos meses. **En resumen:** menos casos, menos fallecimientos, menos colapso hospitalario, menores restricciones y una progresiva recuperación de la normalidad.

Somos conscientes que escribir sobre este tema es delicado, más aún en días donde estamos viviendo la parte más dura de la nueva ola de contagios y fallecimientos. A esta situación se añade además la sensación de escasez de vacunas respecto a los planes iniciales, lo que hace que la visión a corto plazo sea frustrante y poco esperanzadora pero sinceramente, creemos que esta dinámica va a cambiar sustancialmente en las próximas semanas.

Carta mensual, 31 de enero de 2021

Inflación y deuda

Cambiando de tercio totalmente, estamos asistiendo a un entorno económico donde el riesgo a que las economías presenten **episodios inflacionistas** es cada vez más elevado, sobre todo, después de la fuerte expansión monetaria causada por la pandemia.

En la Unión Europea, el **ratio de apalancamiento** (deuda pública/PIB) ha pasado del 86% de media en 2019 a más del 100% en 2020. De los cerca de 900 billones de euros emitidos en 2020, prácticamente la totalidad ha sido comprada por el propio BCE. Teniendo en cuenta que el **programa de compras de emergencia para la pandemia (PEPP)** del BCE abarcará hasta marzo del 2022, es previsible que se incrementen los niveles de endeudamiento aun más. Estamos, por tanto, rodeados de políticas monetarias que deberían, tarde o temprano, generar presiones inflacionistas. En este escenario, la mejor forma de **proteger nuestras inversiones es invertir en activos reales** que puedan protegerse bien de cualquier presión inflacionista (materias primas, energía, activos inmobiliarios, etc.).



MUZA, FI

Value vs. Growth

El **fondo** ha recuperado la rentabilidad perdida con respecto al STOXX 600 (NR), lo que no quiere decir que no **tengamos trabajo por delante**. Hemos hablado en los últimos meses sobre las razones que pueden estar tras este diferencial en rentabilidad. La más evidente es el pobre **comportamiento de la inversión “en valor” en relación a la inversión en crecimiento**.

El Russell 1000 *Value-Growth* (ver gráfico inferior), que mide el comportamiento relativo entre compañías “de valor” frente a compañías de crecimiento, se encuentra actualmente a un nivel equivalente a los meses previos del estallido de la burbuja tecnológica de hace 20 años, indicando por tanto unos niveles de prima máximos.

Creemos que a futuro la excesiva prima con la que cotiza el crecimiento debería aplanarse.

Carta mensual, 31 de enero de 2021

Es cierto que gran parte de este diferencial se explica por el buen comportamiento del sector tecnológico, que ya pesa un 45% en el Russel 1000 frente al 23% de hace 5 años.

El sector más presente en el *Value* es el financiero, mientras que en el *Growth* es claramente el tecnológico. Existe un predominio en el Russell 1000 *Growth* de compañías tecnológicas, que crecen a ritmos elevados y, generalmente, a valoraciones altas (y en muchos casos justificadas). Por el contrario, en el Russell 1000 *Value* predominan compañías financieras con valoraciones bajas. Asimismo, existe preponderancia de compañías en los sectores de *utilities*, energía, materiales y *telecoms* en el Russell 1000 *Value*. Por el contrario, tan solo existe preponderancia de compañías tecnológicas en el índice *Growth*.





MUZA, FI

En definitiva, podríamos resumir que hay dos **sectores claramente pertenecientes a Value y a Growth, financiero y tecnológico**, respectivamente.

Adicionalmente, encontramos más valor habitualmente en *utilities*, energía y materiales. Este galimatías de sectores y ponderaciones en los distintos índices tiene como objeto resaltar lo que todo el mundo intuye, que no es otra cosa que el **mejor comportamiento del “growth”** viene marcado por el fuerte crecimiento de unos pocos sectores, especialmente, el tecnológico.

Las **preguntas** ahora son si la prima que se paga por el crecimiento es la correcta, si el valor que reflejan las cotizaciones en muchos sectores está justificado y si invirtiendo en “valor” estamos condenados a seguir experimentando rentabilidades en nuestras inversiones más deprimidas que aquellas que seguirán, presumiblemente, dando los índices centrados en compañías de crecimiento.

Las **respuestas** a esta lista de cuestiones no son evidentes y son susceptibles de matización. A grandes rasgos, podríamos decir que el punto de partida de muchas compañías “de valor” es tan bajo que una

Carta mensual, 31 de enero de 2021

mínima normalización de sus operaciones y recuperación de crecimiento debería impactar sustancialmente en su cotización. Por otro lado, las primas que se pagan por el crecimiento están en un punto tan elevado, que cualquier contratiempo en dicho crecimiento puede generar correcciones de valoración muy significativas.

En nuestra cartera **no todo es Value y tampoco renunciamos al Growth**, aunque es cierto que nuestra vocación es estar más en lo primero que en lo segundo y así creemos que tenemos la mayoría de nuestras inversiones.

Como decíamos anteriormente, no conocemos mejor forma de **proteger nuestra cartera que estando invertidos en activos reales** que puedan protegernos de posibles episodios inflacionistas y al mismo tiempo nos permitan capturar ineficiencias de valor. Muchas las empresas que en nuestro caso cumplen con ese objetivo, se encuentran a día de hoy más próximas a ser inversiones de “valor” que inversiones de crecimiento.

Seguiremos trabajando en esta línea los próximos meses.



MUZA, FI

Ficha mensual, 31 de enero de 2021

Principios de inversión

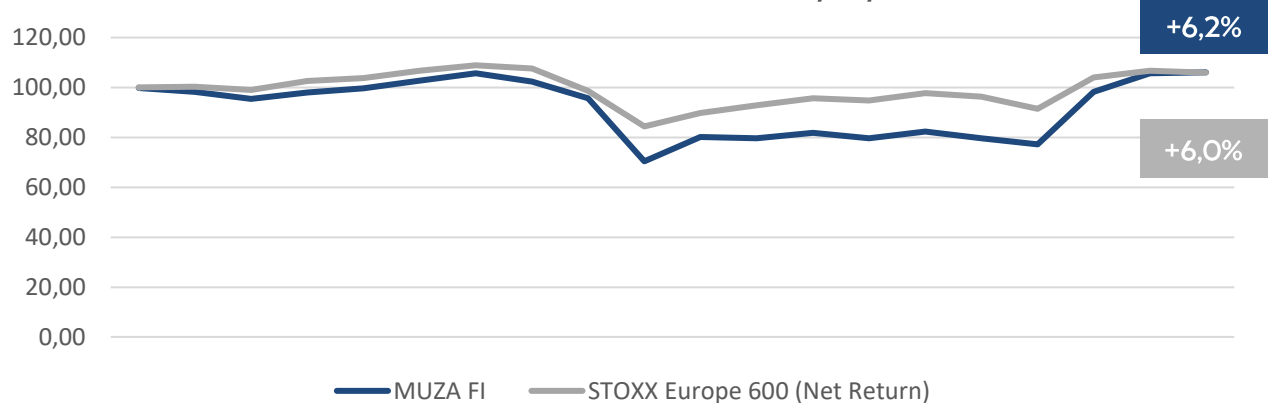
Buscamos negocios que podamos entender y conocer bien, con equipos de gestión y/o propietarios que tengan los mismos intereses que nosotros a largo plazo.

Valoramos especialmente el entorno competitivo de la empresa y su situación patrimonial.

Implementamos estas inversiones en un mercado donde fluctúan mucho más los precios a los que cotizan las compañías que el valor intrínseco que merecen sus negocios.

Rentabilidad histórica

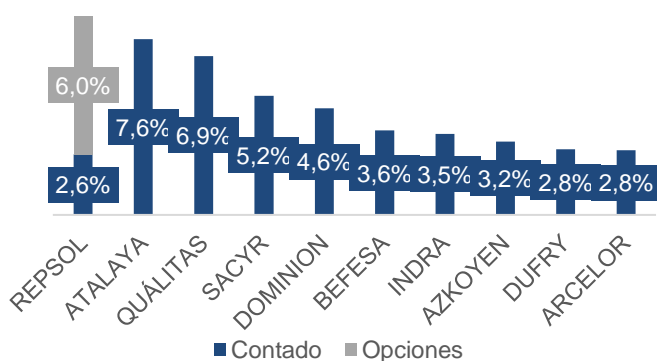
Evolución del VL desde inicio hasta 31/01/2021



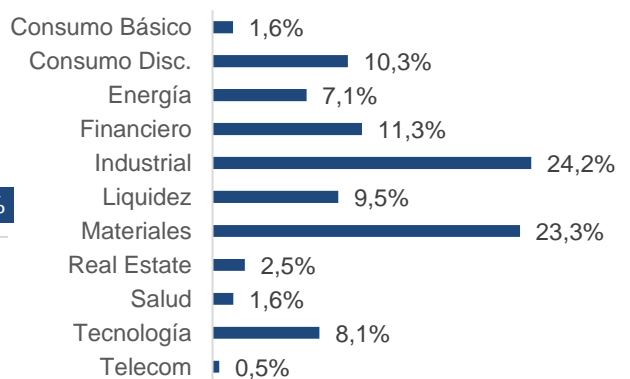
Rentabilidad mensual

AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	TOTAL
2019						(0,19%)	(1,58%)	(2,85%)	2,70%	1,71%	3,07%	2,85%	5,68%
2020	(3,08%)	(6,57%)	(26,45%)	13,96%	(0,66%)	2,69%	(2,64%)	3,45%	(3,25%)	(3,19%)	27,37%	7,49%	0,00%
2021	0,45%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,45%

Principales posiciones



Distribución sectorial





INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: MUZA, FI

Fecha Inicio: 21/06/2019

Patrimonio: €6,47 millones

Valor Liquidativo a 31/01/2021: €10,615

Divisa: EUR

Categoría: Fondo de Inversión. Renta Variable Internacional

ISIN: ES0184893008

Nº Registro CNMV: 5391

Ticker Bloomberg : MUZAEUR SM

Política de Inversión: mínimo 75% exposición en Renta Variable

Inversión Mínima: No existe

Liquidez: Diaria

Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos, SGIIC, S.A.

Gestor: Luis Urquijo

Entidad Depositaria: Caceis Bank Spain, S.A.

Auditor: PwC

Com. Gestión: 1,00% s/Patrimonio

Com. Depositaria: 0,07% s/Patrimonio

Com. Éxito: 9,00% s/Resultados

Esta presentación se ha preparado con un carácter exclusivamente informativo. Toda la información aquí incluida debe ser considerada confidencial y por lo tanto no debe ser compartida con ninguna otra persona o entidad distinta del destinatario sin el consentimiento expreso de Muza Gestión de Activos, SGIIC. Los resultados históricos aquí contenidos no son garantía de resultados futuros. El inversor y/o sus asesores deben considerar cualquier tipo de aspecto legal, impositivo y contable que pueda afectar a la tipología de inversión contenida en esta presentación. Este documento no constituye ningún tipo de oferta de venta de acciones. Alguna de las afirmaciones contenidas en esta presentación constituyen "perspectivas futuras". En concreto cualquier afirmación expresa o implícita relativa a "eventos futuros" o "expectativas" deben ser consideradas como perspectivas futuras. Cualquier afirmación, expresa o implícita relativa a "perspectivas futuras" podrá ser incorrecta y cualquier evento relativo a las mencionadas perspectivas futuras podría no comportarse como en este documento se anticipa.



Información de contacto

www.muzagestion.com

Calle de Castelló, 128. 9º plta.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com

