

Valor Liquidativo: 29,96€

Rentabilidad: -17,6%

Activos: 135 Millones €



Datos Generales de la SICAV

Comisión de Gestión : 1%
 Comisión Depositaria: 0,06%
 Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos SGIC
 Entidad Depositaria: Banco Sabadell

Liquidez: Diaria
 ISIN: ES0131365035
 Auditor: PWC
 Gestor: Luis Urquijo

Resumen

Cerramos un año 2018 con un cuatrimestre final para las bolsas que se podría calificar como uno de los peores de los últimos 20 años. La SICAV ha cerrado con una caída superior al 17% y esto supone que 2018 ha sido el segundo peor año en términos de rentabilidad desde su constitución.

Quisiéramos arrancar esta carta de fin de año con unas pequeñas reflexiones sobre el modelo de gestión que venimos implementando desde hace años. En La Muza, hemos tenido siempre la vocación de estar “permanentemente” invertidos, es decir, no gestionamos el riesgo sistemático (así se denomina al riesgo de mercado) con posiciones de liquidez exageradas o con cualquier otra estrategia de “protección”. Esta filosofía de gestión no nace de una postura caprichosa o arbitraria, sino que responde al convencimiento de lo difícil (por no decir imposible) que es anticipar los episodios de corrección y recuperación correctamente.

Aunque puedas razonar que una corrección esté cerca de ocurrir, en la mayoría de los casos, el plazo de espera para que ocurra eso que has previsto supone un coste de oportunidad en el tiempo (a veces varios años), en el que la rentabilidad que has dejado de obtener (por estar en excesiva liquidez y/o con estructuras de protección), es mayor a la pérdida que habrías conseguido evitar durante el periodo de corrección, y no sólo eso, sino que una vez inmerso en la corrección del mercado, se suele tender a mantener esa posición defensiva más de lo debido, dejando de capturar la rentabilidad de la fase de recuperación del mercado. Como diría Peter Lynch *“se ha perdido más dinero intentando prever las correcciones y protegiéndose frente a ellas que sufriendolas realmente”*.

Otra posible consecuencia de lo anterior podría ser, que habiendo hecho un buen trabajo de inversión, destruyas parte de la rentabilidad obtenida en dichas inversiones por hacer una “errónea” gestión del riesgo sistemático. En definitiva, creemos que gestionar el riesgo de mercado, supone en el mejor de los casos, aspirar a dejar de perder lo que muy probablemente dejes de ganar.

Por todo lo anterior y porque creemos que nuestro único ámbito de competencia son nuestras inversiones, decidimos hace mucho tiempo que sólo debemos tomar decisiones sobre “en qué invertir” y no sobre “si debemos invertir”. Dentro de este espíritu de gestión, sabemos que vamos a pasar inexorablemente por episodios de nerviosismo e incertidumbre que se continuarán con episodios eufóricos y de complacencia.

Teniendo claro este baile de ciclos, lo importante es entender la dinámica por la que los ciclos buenos suelen compensar a los malos, dinámica que tiene que ver con el hecho de que permaneciendo invertido (no claudicando a las presiones del mercado), puedes invertir en compañías que sufren excesivamente en su valor (porque otros claudicaron y las vendieron). Haciendo este ejercicio razonablemente bien, una vez se normalizan las cosas, consigues recuperar no sólo la rentabilidad “aparentemente perdida” en las caídas, sino mejorar la rentabilidad a largo plazo del conjunto de las inversiones. Dicho de otra manera, este proceso continuo de retrocesos y recuperaciones de los mercados, significa en muchos casos, retroceder algo para posteriormente avanzar significativamente.

Nos atreveríamos a decir incluso, que las correcciones son muchas veces (sino la mayoría) el peaje necesario para poder capturar rentabilidad adicional a futuro. Son un proceso natural de “inspiración y expiración” que se corresponde con los constantes ciclos que se dan en la economía (ciclos nuevamente naturales y en la mayoría de los casos necesarios pero difícilmente predecibles en tiempo y hora).

Terminado este breve recordatorio sobre el porqué de nuestra filosofía de estar “permanentemente” invertidos y de los habituales pros y contras de la misma, pasamos ahora a hacer un breve resumen del 2018.



El año 2018

Centrándonos ya en lo que fue el 2018, debemos primero reconocer los errores más claros de gestión: OHL y DIA. Estas dos inversiones han supuesto una caída del 4,5% en el año (1% DIA y 3,5% OHL). Creemos que en el caso de OHL aun hay cierta esperanza de recuperar una parte del valor invertido y en el caso de DIA tendremos que esperar a ver cómo se plantea la operación de recapitalización y reestructuración de deuda. Han sido dos inversiones donde el error fundamental ha sido confiar en unas estimaciones que, a la postre, se demostraron no realistas.

Otra inversión que ha afectado negativamente a la rentabilidad del año 2018 ha sido Duro Felguera, que en el año detrajo un 2%. Esta inversión, como ya comentamos en nuestra última carta de octubre, está aun en una fase inicial de reestructuración y creemos que necesitará al menos un año más hasta que la compañía consiga estabilizar todas sus variables operativas. El caso es sin embargo, distinto al de OHL o DIA, porque aunque posiblemente fue un error haber participado en la ampliación de capital (a las pocas semanas de la ampliación se conocieron problemas de balance omitidos por el anterior equipo gestor), creemos que el ejercicio de reestructuración está mostrando ya evidencias de una clara inflexión operativa, lo que nos hace ser optimistas de cara a una futura generación de valor.

En resumen, estas 3 inversiones han supuesto una tercera parte de las caídas del año, lo que es únicamente achacable a decisiones de inversión mal implementadas por nuestra parte. El resto la corrección sufrida en el año, podríamos decir que se corresponde más con la muy negativa evolución de las bolsas durante el último cuatrimestre, que con problemas específicos de alguna de nuestras compañías.

De cara al año 2019

Antes de empezar a hablar de lo que podemos esperar para este año que arrancamos, vale la pena dar un vistazo a la magnitud de las caídas de final del 2018. Gran parte de los índices, y en especial los de pequeña y mediana capitalización, han sufrido el peor cierre de año desde el 2011. Es más, en muchos casos, diciembre ha sido el peor mes que se recuerda de la historia moderna de los mercados.

Al final del informe hemos adjuntado unos gráficos sobre rentabilidades acumuladas de 4 meses en 4 meses, desde mediados del 2006, para algunos índices de Mediana Capitalización (Europa y EE.UU.). En casi todos se aprecia como las correcciones han sido tan significativas como las del 2011. Tan sólo queda como peor ciclo de corrección el vivido a finales del 2008 y principios del 2009.

Sirva esta pequeña mención a los índices como introducción a lo que creemos debería ser el trabajo a realizar en este comienzo de año, que no es otro, que el de seguir rotando las inversiones hacia aquellas compañías que han sufrido en exceso en su valoración. Es probablemente dentro del segmento de compañías de pequeña y mediana capitalización (y en especial algunas cíclicas), donde se han podido producir fuertes ineficiencias de valor.

Sin que se puedan establecer paralelismos con otras crisis de mercado, la experiencia nos recuerda que siendo cierto que estas correcciones de mercado suelen anticipar ralentización económica, no es menos cierto, que en la mayoría de estos casos, la desaceleración se descuenta "en exceso". Estamos seguros que durante esta primera mitad del 2019 veremos revisiones de resultados a la baja, lo que seguirá generando cierta volatilidad en los precios de muchas compañías. Dicho lo cual, pensamos que el nivel de corrección ha sido en su mayoría lo suficientemente severo como para poder asumir que dicha ralentización de resultados ya está en precio.

La cuestión ahora es cuánto tiempo va a tardar el mercado en estar en condiciones de recuperar las valoraciones perdidas. La respuesta es sencilla: no lo sabemos. Dependerá de lo que dure el periodo de revisión de estimaciones de resultados, de lo abrupto que sea aun el proceso de "re-pricing de activos" (que ahora comentaremos) y de otros factores más geopolíticos como las tensiones entre China y EE.UU. o el Brexit.



Creemos que la marea de fondo de los mercados va a seguir estando muy marcada por las decisiones de los bancos centrales. Estamos inmersos en un proceso de “re-pricing” de activos como consecuencia de la repatriación de liquidez iniciada fundamentalmente por la FED, lo que ha acabado provocando ajustes en precios en muchos activos, siendo este (creemos) el principal causante de los episodios de corrección vividos a finales del año pasado. Decíamos en nuestra carta de cierre de hace dos años (diciembre 2016):

Nos encantaría pensar que todo esta “normalización” de políticas cuantitativas de los bancos centrales, muy especialmente la que nos toca mas de cerca (BCE) va a ser suave y sin sobresaltos, pero el riesgo a que no sea así existe. Sólo podríamos ver “amortiguado” este proceso de normalización si va acompañado de una sostenible recuperación del crecimiento (que en honor a la verdad se ve ya en algunos países de la zona Euro)

Hoy podemos decir, que efectivamente la retirada de políticas macro expansivas ha generado sobresaltos, y esto ha ocurrido fundamentalmente tras la decisión de la FED de empezar a reducir su balance en otoño del 2017. Se calcula que desde esta fecha, más de 300.000 millones de dólares han sido desinvertidos y que durante 2019 se podrían reducir otros 400.000 adicionales. Aun así, el balance sigue siendo 4 veces mayor al que tenían en 2008. Una cuestión que aun no está clara, es qué tamaño de balance querría dejar como “estable” la FED. Recordemos que cuando se inicio toda la política expansiva estaba por debajo de “1 trillón de dólares” y que actualmente sigue por encima de los “4 trillones”. Algunos expertos macroeconómicos creen que la FED no va a volver a las cifras del 2008 y que “3 trillones” podría ser la nueva cifra de balance “normalizada”, con lo que todavía quedaría “1 trillón” americano por desinvertir.

Evolucion del Balance de la FED desde finales del 2017





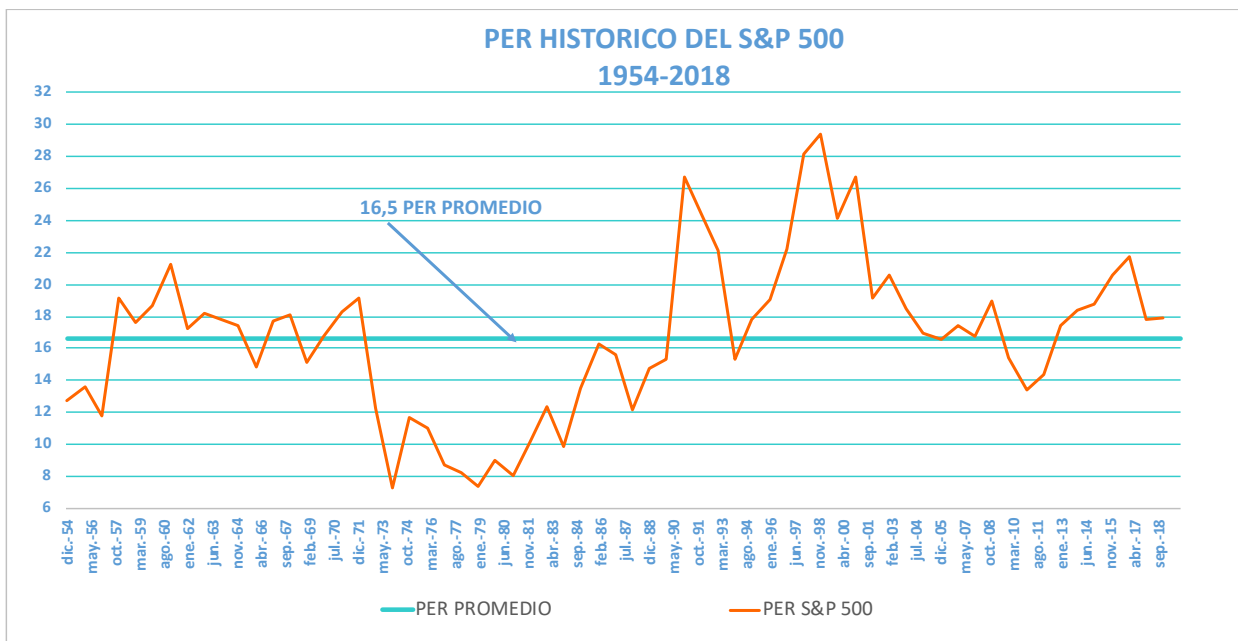
En paralelo, el BCE acaba de terminar su QE y por ahora no plantea una reducción de balance (va a seguir reinvertiendo los importes de la deuda que vayan venciendo), con lo que no es previsible que se generen presiones adicionales en las rentabilidades de la deuda publica europea (por el momento), y tampoco se plantea subida alguna de tipos en un contexto económico como el actual.

Volviendo a la renta variable, es razonable pensar que la fuerte corrección vivida, haya podido recoger gran parte del "re-pricing" tras el calamitoso final del año pasado, máxime sino se produce una fuerte desaceleración en resultados (esta es una cuestión que habrá que ir viendo a lo largo del primer semestre del año).

EE.UU., es como siempre una referencia necesaria para entender el posible comportamiento de las bolsas, y como todos los años, repasamos los niveles a los que cotiza el S&P 500 con respecto a su potencial de crecimiento (los beneficios crecen de media ligeramente por encima del 6% desde hace mas de 50 años). Si atendemos a esta media, el BPA actual del S&P debería estar en torno a los 150\$, con lo que cotizando el S&P 500 a 2.620, el múltiplo de beneficios es de 17,5 veces (que compara con una media histórica de 16,5 veces). Si atendemos sin embargo al consenso de beneficios para 2019 es aun mayor, unos 170\$ de BPA, lo que rebajaría a 15,5 veces beneficios el múltiplo.

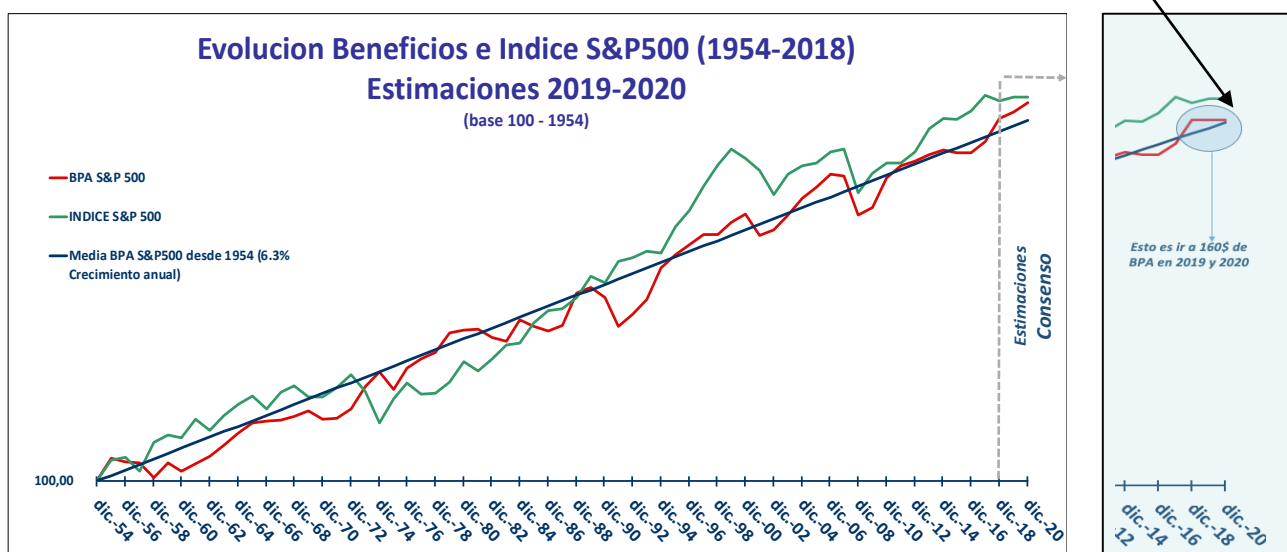
Si hacemos la media entre el consenso y nuestra cifra de crecimiento medio potencial, llegamos a unos 160 dólares de beneficio por acción para este año, lo que nos da un PER en línea con la media histórica, haciendo difícil justificar correcciones adicionales de no darse una fuerte ralentización de resultados.

PER HISTORICO DEL S&P 500
1954-2018



Entendiendo que el múltiplo no es descabellado, la siguiente cuestión es entender en qué medida los resultados en EE.UU. pueden ser excesivamente optimistas y, por lo tanto, estar distorsionando a la baja dicho múltiplo. En la página siguiente elaboramos un poco más esta cuestión. Tengamos en cualquier caso muy presente, que este tipo de cálculos de múltiplos tienden a ser "muy generalistas" al tomar tan sólo la cifra de beneficios y ninguna otra consideración adicional (por ejemplo, la rebaja fiscal a las empresas en EE.UU., que eleva artificialmente el nivel de beneficios con respecto al pasado reciente).

En el siguiente gráfico ponemos un año más en contexto las estimaciones del consenso para 2019 y 2020 (línea roja) con la evolución del índice y ambos en el contexto de la línea de crecimiento medio de los beneficios (línea azul). Vemos como de cara al 2019 y 2020, el consenso esta por encima de la media de crecimiento del 6% (línea azul). Es posible por tanto, que en algún momento pueda llegar alguna “desaceleración” y que la línea roja pierda fuerza, tendiendo a converger con la línea azul, tras los cual siempre viene una caída del índice (línea verde). Si los resultados tendieran a acercarse a la línea azul, significaría caer a unos 160 dólares o un múltiplo de 16,5 veces beneficios, nada preocupante (es el escenario dibujado en el marco derecho donde la línea roja tiende a converger con la línea azul).



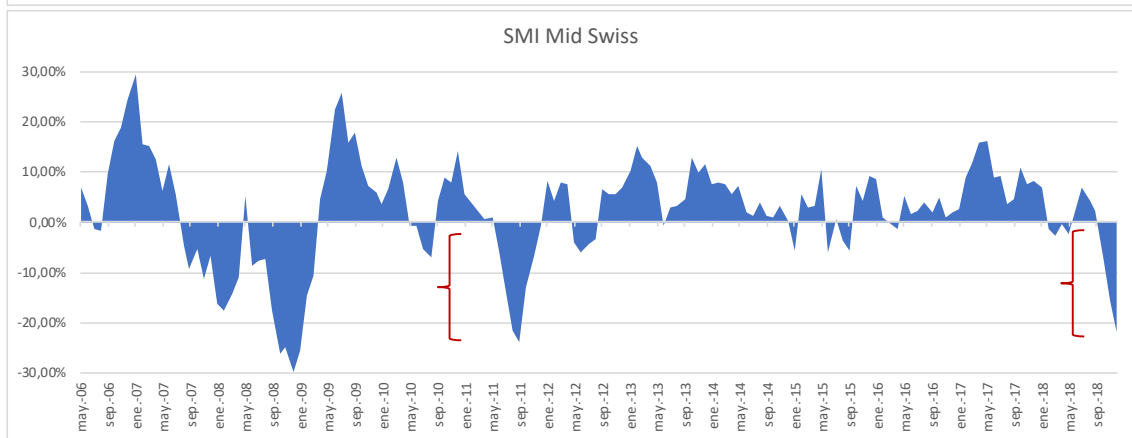
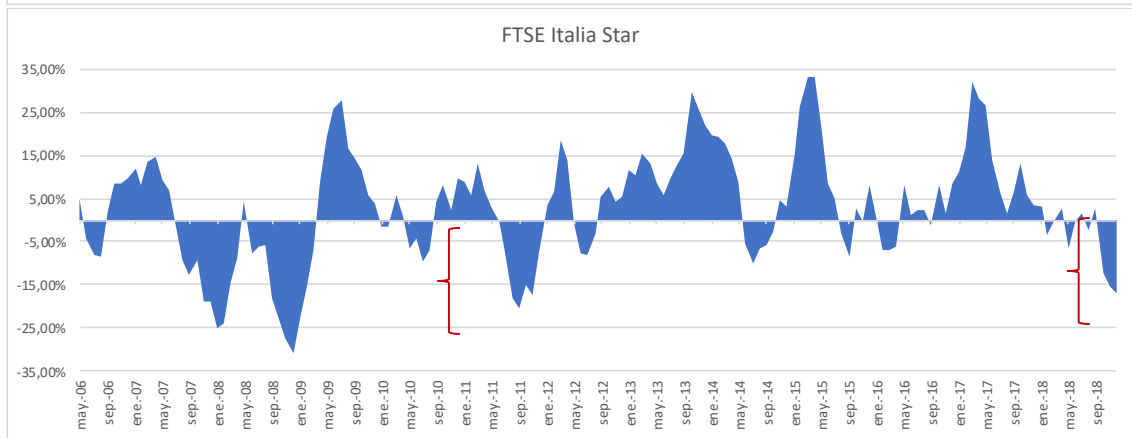
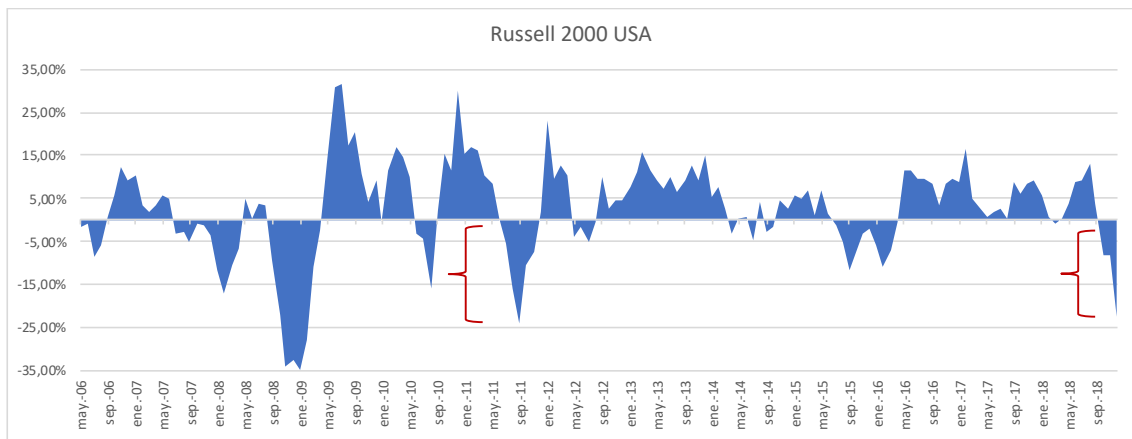
En definitiva:

- Si llega o no algo de ralentización de beneficios creemos que puede estar razonablemente recogido en las valoraciones de las bolsas, por lo que de no darse esta situación de ralentización es muy posible que veamos una evolución en el año que vaya de menos a más.
- Adicionalmente, están los frentes Geopolíticos (Brexit y China-EE.UU) que de aclararse servirían de impulso a los mercados a buen seguro.
- Por el lado de las preocupaciones, creemos que el “re-pricing” de activos puede dar aun sorpresas en el mundo de los “bonos corporativos”. Se ha emitido mucho y en algunos casos de calidad cuestionable.
- Tenemos como siempre el papel de los bancos centrales que mucho nos extrañaría fueran a implementar medidas muy restrictivas en la economía si el ciclo realmente se debilita (por ahora parece que la FED no va a subir los tipos aunque seguirá con la reducción del balance y el BCE aunque ha parado las compras, ni va a reducir el balance ni va a subir tipos).
- Intentaremos aprovechar este contexto para seguir rotando la cartera hacia aquellas compañías que hayan podido sufrir en su valoración sin una justificación razonable.

Muchas gracias por vuestra paciencia.



Evolución en Moneda Local - Índices Gran vs. Pequeña y Mediana Capitalización						
Índices	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Últ. 4 meses	2018
Francia						
CAC 40	1,60%	-7,28%	-1,76%	-5,46%	-12,51%	-12,62%
CAC Mid & Small	-1,61%	-7,91%	-4,16%	-8,00%	-20,11%	-23,20%
<i>Diferencial</i>	3,21%	0,63%	2,40%	2,54%	7,60%	10,59%
Italia						
FTSE MIB	2,18%	-8,02%	0,73%	-4,51%	-9,60%	-18,60%
FTSE Italia Star	1,31%	-13,45%	-1,04%	-4,21%	-16,88%	-19,20%
<i>Diferencial</i>	0,87%	5,43%	1,76%	-0,29%	7,28%	0,59%
Suiza						
SMI	1,28%	-0,72%	0,17%	-6,73%	-6,07%	-11,36%
SMI Mid	-2,44%	-8,13%	-6,50%	-6,79%	-21,89%	-20,29%
<i>Diferencial</i>	3,72%	7,40%	6,67%	0,06%	15,83%	8,93%
Reino Unido						
FTSE 100	1,05%	-5,09%	-2,07%	-3,61%	-9,48%	-12,57%
FTSE Small Cap	-0,26%	-6,57%	-1,03%	-4,66%	-12,07%	-13,72%
<i>Diferencial</i>	1,31%	1,48%	-1,04%	1,05%	2,60%	1,14%
Estados Unidos						
S&P 500	0,43%	-6,94%	1,79%	-9,18%	-13,60%	-7,97%
S&P Mid Cap 400 USA	-1,23%	-9,63%	2,93%	-11,48%	-18,67%	-13,76%
<i>Diferencial</i>	1,66%	2,69%	-1,15%	2,30%	5,06%	5,79%
Russell 2000 USA	-2,54%	-10,91%	1,45%	-12,05%	-22,53%	-13,32%
<i>Diferencial</i>	2,97%	3,97%	0,34%	2,87%	8,93%	5,34%





RETORNOS ANUALES

	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
Rentabilidad 1999	1,17%	27,71%	29,38%	19,51%
Rentabilidad 2000	1,44%	-5,19%	-3,83%	-21,75%
Rentabilidad 2001	9,37%	-16,97%	-15,65%	-7,82%
Rentabilidad 2002	-9,82%	-31,96%	-30,36%	-28,11%
Rentabilidad 2003	32,14%	12,82%	15,92%	28,17%
Rentabilidad 2004	26,97%	9,51%	12,24%	17,37%
Rentabilidad 2005	31,57%	23,46%	26,68%	18,20%
Rentabilidad 2006	48,89%	17,81%	20,80%	31,79%
Rentabilidad 2007	10,80%	-0,17%	2,36%	7,32%
Rentabilidad 2008	-43,19%	-45,60%	-43,77%	-39,43%
Rentabilidad 2009	41,16%	27,99%	32,39%	29,84%
Rentabilidad 2010	9,88%	8,63%	11,61%	-17,43%
Rentabilidad 2011	-13,93%	-11,34%	-8,61%	-13,11%
Rentabilidad 2012	9,86%	14,37%	18,18%	-4,66%
Rentabilidad 2013	32,87%	17,37%	20,79%	21,42%
Rentabilidad 2014	-3,13%	4,35%	7,20%	3,66%
Rentabilidad 2015	4,69%	6,79%	9,60%	-7,15%
Rentabilidad 2016	22,77%	-1,20%	1,73%	-2,01%
Rentabilidad 2017	19,32%	7,68%	10,58%	7,40%
Rentabilidad 2018	-17,64%	-13,24%	-10,77%	-14,97%

RETORNO ACUMULADO DESDE LANZAMIENTO

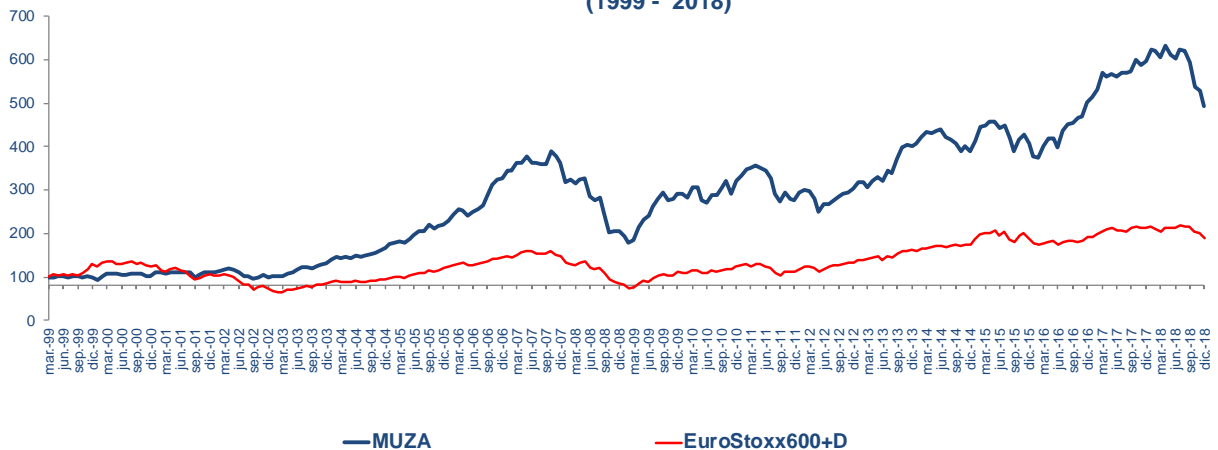
1999-2018	399,41%	13,63%	90,44%	-12,33%
-----------	---------	--------	--------	---------

(D) Valor del Indice Euro Stoxx 600 Incluyendo Dividendos.

RENTABILIDAD ANUALIZADA

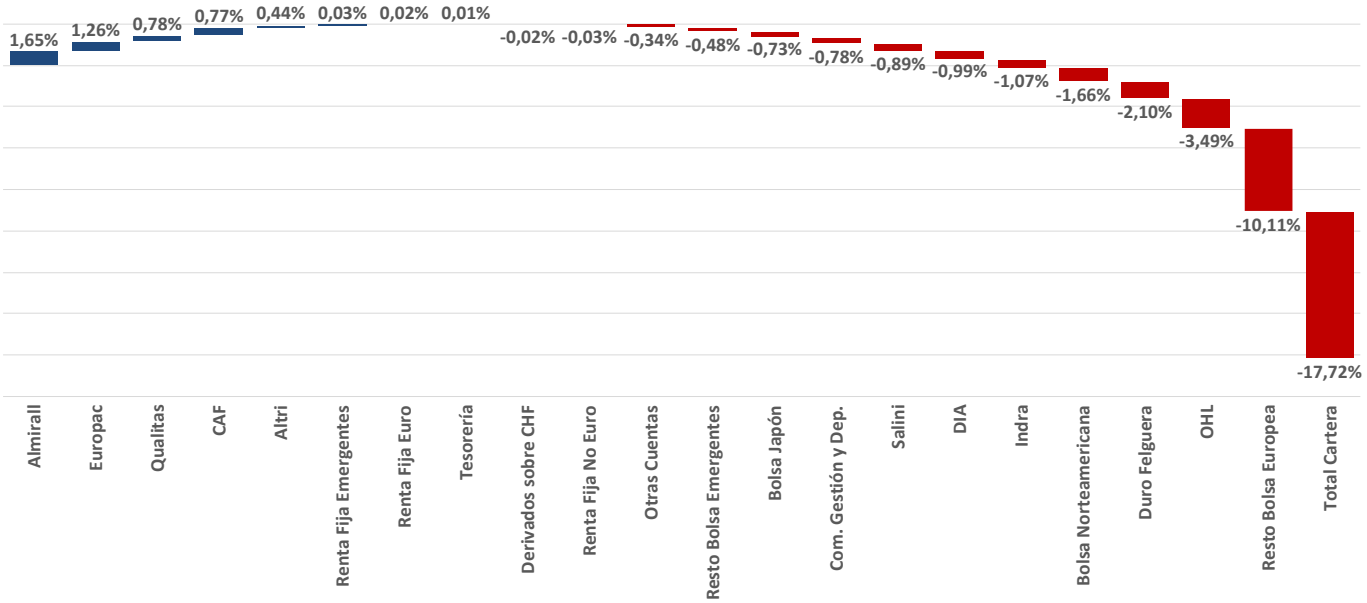
Rentabilidad Anualizada 1999-2018	8,75%	0,67%	3,45%	-0,69%
-----------------------------------	-------	-------	-------	--------

**LA MUZA vs STOXX600
(1999 - 2018)**

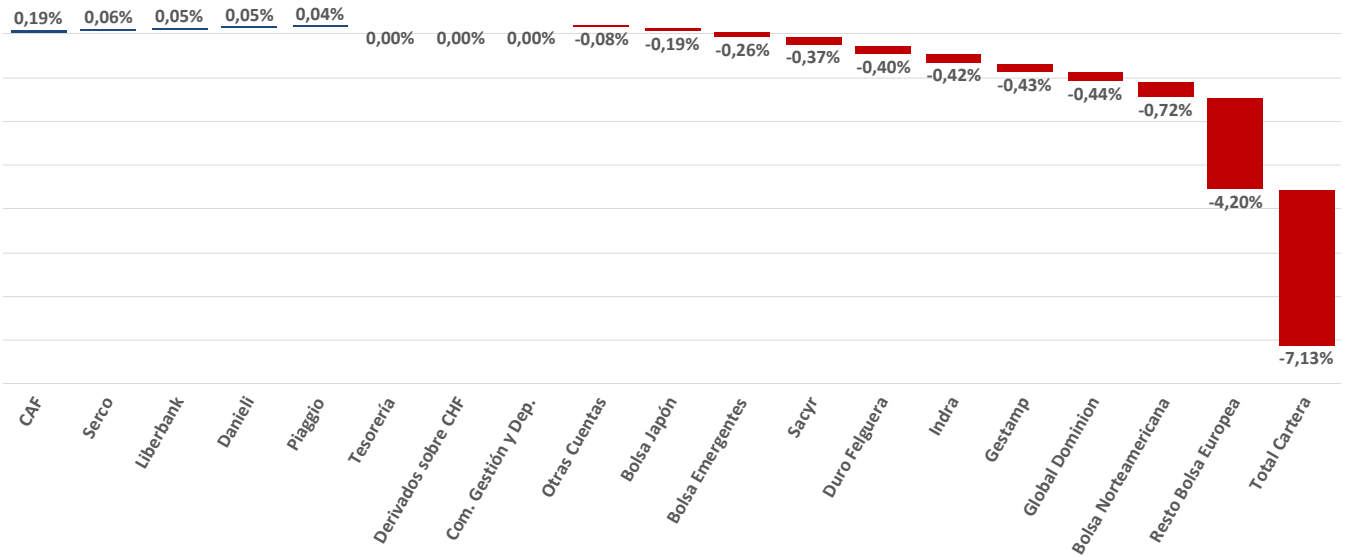




PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES 2018



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES DICIEMBRE 2018



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.