Valor Liquidativo: 26,1€
Rentabilidad: -26,2%
Activos: 116,5 millones €

MUZA
MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

Datos Generales de la SICAV

Comisión de Gestión: 1,00%
Comisión de Depositaría: 0,06%
Comisión de Éxito: No

Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos SGIIC
Entidad Depositaria: Banco Sabadell
Gestor: Luis Urquijo

ISIN: ES0131365035
Liquidez: Diaria
Auditor: PwC

Situación de mercado

El mes de abril cerró con subidas generalizadas en el conjunto de las bolsas, impulsadas, principalmente, por la rápida intervención de los Bancos Centrales —que anunciaron nuevas inyecciones de liquidez— y, adicionalmente, por las correcciones de valoración que, en numerosos casos, habían sido exageradamente abruptas, incluso para un escenario de recesión como el que se contempla actualmente. Desde los mínimos de marzo, EE.UU. y Europa han recuperado un 30% y un 21%, respectivamente.

Italia, España, Francia, Reino Unido y Alemania han comenzado a plantear el levantamiento progresivo del confinamiento y la vuelta a una "nueva" normalidad tras constatar que (por ahora) ha surtido el efecto deseado en la contención de los contagios.

La paulatina vuelta a esta "nueva" normalidad sirvió también para que los mercados pudieran dimensionar algo mejor el impacto económico que el COVID-19 va a tener en este 2020. Las revisiones de beneficios están cayendo de media entre un 20% un 40%, en función del país y sector analizado. Las estimaciones de resultados van a verse muy afectadas, sobre todo, en el segundo y tercer trimestre de este año 2020. Dicho esto, el mercado ya ha descontado que el 2020 va a ser un año perdido y el foco de atención se irá centrando en cuál va a ser la senda de recuperación en el 2021.

Seguiremos inmersos en un mercado relativamente volátil, ya que la recuperación económica va a ser más lenta de lo inicialmente previsto, no sólo por el hecho de que la crisis sanitaria ha contraído sensiblemente el PIB —seguramente por encima del 3% a nivel global y a doble dígito en determinadas economías, algo no visto desde periodos de posguerra—, sino porque la vuelta a una total normalidad queda aún lejos en el horizonte.

Dentro de Europa algunos países, entre los que muy probablemente se encuentra España, van a generar un importante déficit público, que deberá ser "financiado" con programas excepcionales de financiación y/o ayudas que lleven aparejados un cierto grado de "intervencionismo presupuestario" por parte de la UE. Podemos asumir, por tanto, que el balance del BCE va a tender a expandirse con políticas de *QE*, al estilo de las vividas durante los años posteriores a la crisis financiera.

Evidentemente, la situación es susceptible de mejorar o empeorar en función de cómo de pronto lleguen soluciones paliativas o definitivas como la esperada vacuna, sobre todo, en caso de que se dieran nuevos rebrotes sin que se haya avanzado significativamente en los protocolos de tratamiento y/o en el desarrollo de la mencionada vacuna. En este sentido, nuestra humilde percepción es que, si bien no se vislumbra la posibilidad de tener una vacuna a corto plazo, se está empleando a nivel mundial un enorme esfuerzo científico y económico para que ésta pueda estar lista a la mayor brevedad y, en paralelo, se están mejorado sustancialmente los protocolos de tratamiento del virus. Pese a que nos encontramos en una fase donde la visibilidad aún es baja, creemos que el tiempo corre a favor de que se encuentre una solución efectiva contra esta pandemia.

Resumen de cartera

La Muza Inversiones cerró el mes de abril con una subida del 15,5%, siendo la rentabilidad acumulada en el conjunto del año del -26,2%. Estamos actualmente invertidos en 55 compañías, con un nivel de inversión del 94,2%.

La volatilidad, aún siendo todavía notable, se ha moderado en los últimos días de abril. Un ejemplo más de esta fuerte volatilidad ha sido nuestra principal inversión, **Quálitas**, que perdió un 28% en marzo, para luego recuperar un 63% en abril y llegar a su máximo histórico. Esto ha provocado que, nuevamente, sea el valor que más ha aportado —más de 6 puntos porcentuales— a la subida del mes y que la posición supere el 10% de la cartera, lo que nos obligará a ir reduciendo peso próximamente. Esta pronta recuperación se debió parcialmente al hecho de que la compañía publicó unos resultados del primer trimestre ciertamente positivos, que esperamos se extrapolen al segundo trimestre, entre otros motivos, por las restricciones de tráfico derivadas del COVID-19, que están impactado muy favorablemente en el índice de siniestralidad.

En cuanto a rotación de cartera, hemos desinvertido totalmente en **MásMóvil**, **Royal Dutch Shell**, **Salini** y **Azkoyen**. En paralelo, hemos seguido reduciendo exposición en **ROVI**, **Antofagasta** y **Quálitas**. Parte de la liquidez generada se ha destinado a incrementar nuestra posición en **Atalaya**, **Bankinter**, **Indra**, **Sacyr**, **ArcelorMittal**, **IPCO**, **Piaggio**, **Merlin Properties** y **Maersk**.

La mayoría de los movimientos de la cartera de este mes han sido de reponderación de pesos entre las distintas inversiones que tenemos ya. Dicho lo cual, seguimos rotando con tranquilidad hacia compañías que creemos irán recogiendo incrementos en sus valoraciones a lo largo de los próximos meses, entre las que destacan, **Merlin Properties** o **Bankinter**.

Somos conscientes de que la volatilidad de la cartera se debe, en gran medida, al elevado componente industrial y/o cíclico (más de un 1/3) de las compañías en las que estamos invertidos. Dentro de dicha parte se incluye la exposición al sector petróleo, con unas minusvalías latentes para nosotros de algo más de 5 millones de euros con respecto al cierre de 2019. En concreto, la mayoría de las mismas se derivan de la situación actual de los precios del crudo, que entendemos no es sostenible a medio plazo, entre otros motivos, porque la producción se irá ajustando en la medida que los precios se mantengan por debajo de 30$/barril, tanto para el Brent como para el West Texas. Realmente, muy pocos productores son rentables a dichos dichos niveles de precios, lo que hace pensar que, más allá de los recortes de producción planteados por la OPEP, se van a producir recortes adicionales de manera forzosa. Así, en agregado estaríamos hablando de una caída de producción de 20-25 millones de barriles diarios, lo que, unido a un repunte de la demanda a medida que se vaya levantando el confinamiento, ayudará a equilibrar los inventarios y los precios de mercado. Se trata de un proceso inevitable, si bien se puede prolongar varios meses vista. Sin ser excesivamente optimistas a largo plazo con las petroleras, sí creemos que hay un hueco de valoración muy atractivo que debería cerrarse a medio plazo. Tenemos exposición al sector a través de **Repsol** e **IPCO** que, en nuestra opinión, merecen valoraciones sustancialmente mayores a las actuales.

Otro sector industrial cíclico, especialmente impactado en el entorno actual, es el de automoción. Nuestras inversiones en autos —fundamentalmente, **Gestamp** y, en menor medida, **Daimler**— arrojan unas minusvalías del entorno de los 3,5 millones de euros con respecto a su valoración de finales de 2019. Se muestran ya indicios claros de recuperación en China, con niveles de ventas similares a los del 2019. Aunque no somos especialmente optimistas a corto plazo con la situación de la industria en Europa, pensamos que se van a implantar numerosos planes de ayuda y estímulo que impulsen la renovación del parque, más aún, siendo éste un sector esencial para la economía del continente, tanto en términos de empleo como de PIB. Creemos que con una ligera normalización de las ventas —que tampoco fueron muy boyantes en 2019— bastaría para empujar sustancialmente las valoraciones del sector.

Por último, tenemos exposición al sector de turismo a través de **Dufry**, **TUI** y **Grupo Hotelero Santa Fe**, con un peso combinado de algo más del 3% y minusvalías desde cierre del 2019 cercanas a los 5 millones de euros. Es en este grupo de compañías donde prevemos una más lenta y compleja evolución de la actividad por razones que todos podemos intuir. Sin duda, el tráfico aéreo —del que Dufry se nutre al explotar espacios comerciales en aeropuertos— y el turismo en cruceros y hoteles de destino vacacional —que representan una porción considerable del negocio de TUI— van a continuar afectados en los próximos meses. Dufry, acaba de implementar una ampliación de capital y no descartamos operaciones similares tanto en TUI como en Grupo Hotelero Santa Fe. Creemos justo reconocer que subestimamos el impacto de las medidas de confinamiento y, sobre todo, la lentitud con la que estos sectores se van a recuperar una vez terminen los episodios de confinamiento.

Para el resto de inversiones de la cartera no anticipamos complicaciones específicas, más allá del impacto que pueda tener el deterioro macroeconómico que, a buen seguro, derivará en menores tasas de consumo e inversiones por parte de consumidores y empresas. El ángulo a favor con respecto a la crisis de 2008 es la velocidad de reacción y proactividad de los Bancos Centrales, a lo que se une una situación del sistema financiero que, en general, es mucho mas ordenada y saludable que la que existía en aquellos años de la post-crisis financiera.

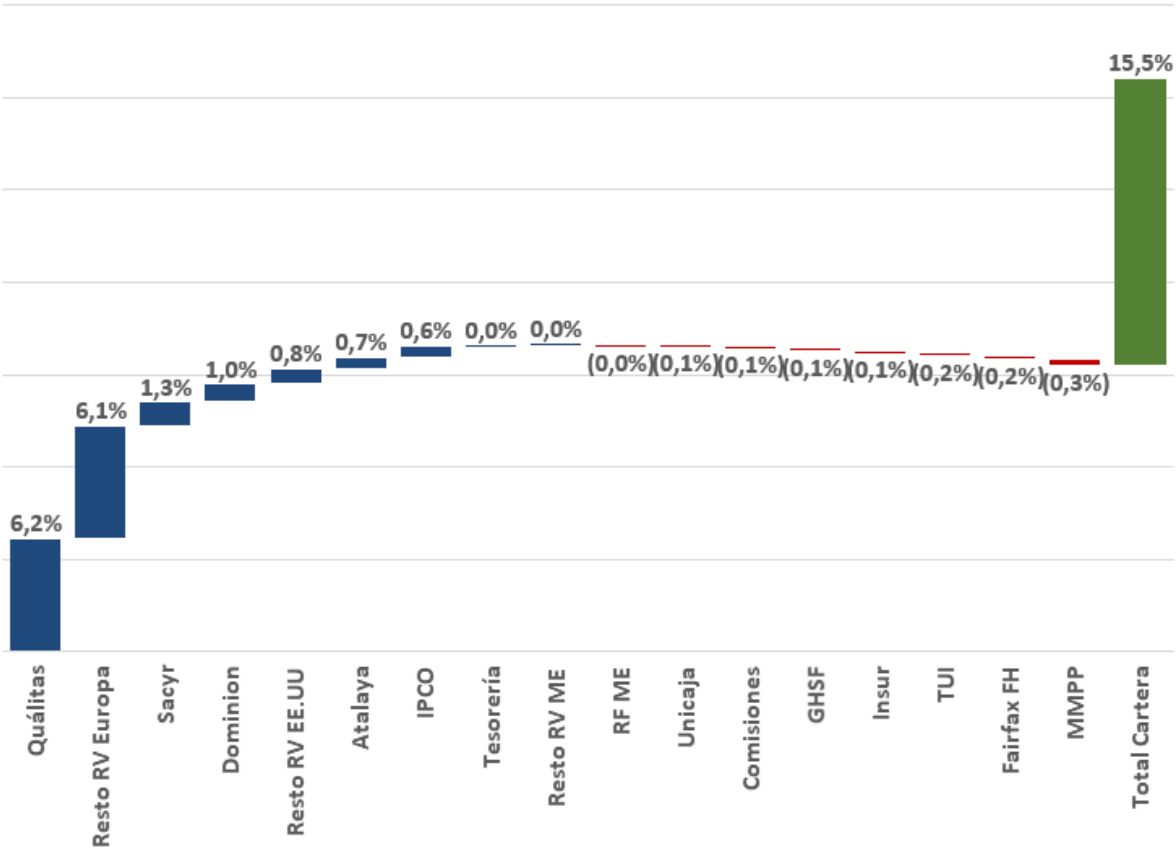
Seguiremos viviendo un año complejo y al mismo tiempo interesante desde el punto de vista de las oportunidades de inversión que se irán presentando. La otra cara de la moneda será que seguiremos sufriendo valoraciones deprimidas hasta que se vuelva a descontar una cierta normalización de los beneficios.

Muchas gracias como siempre por vuestra paciencia.

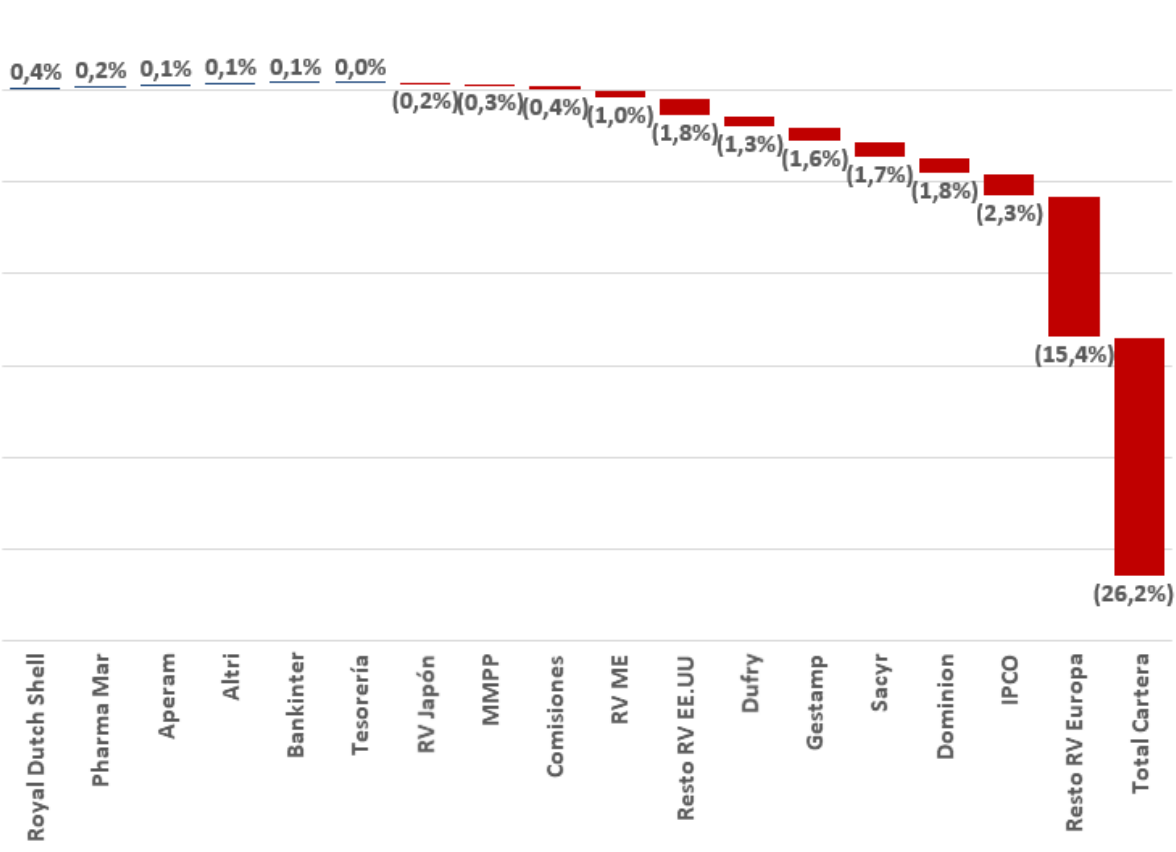
Un saludo

MUZA GESTIÓN

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES A CIERRE ABRIL 2020



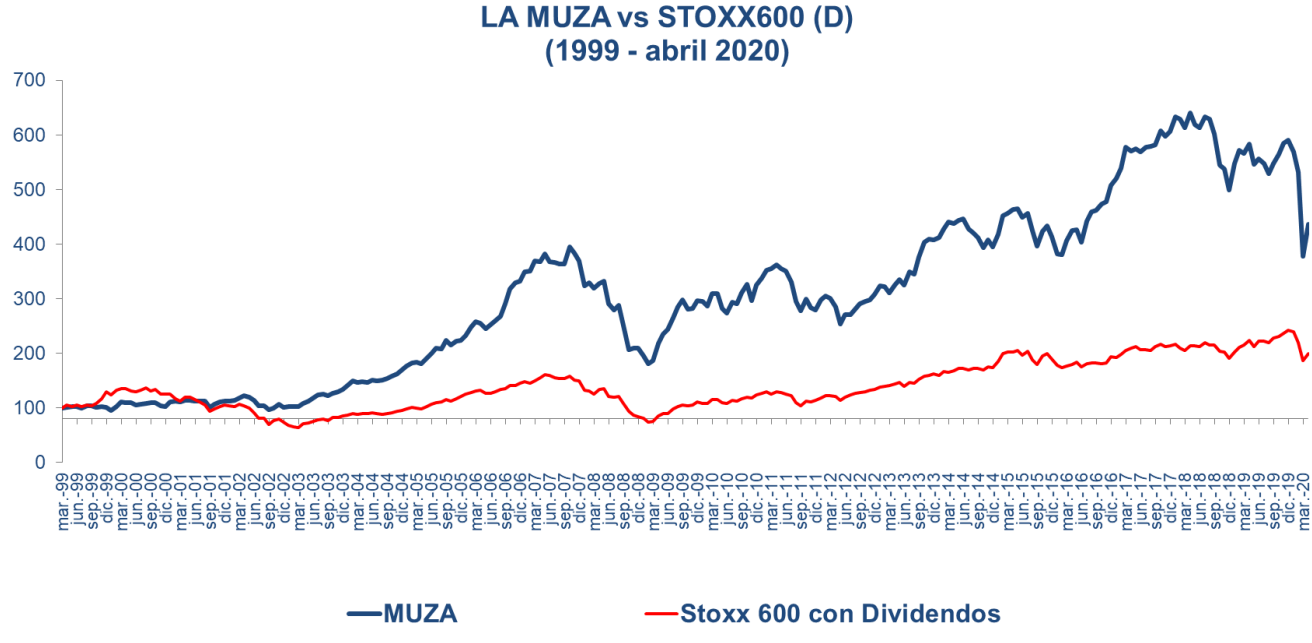
PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2020



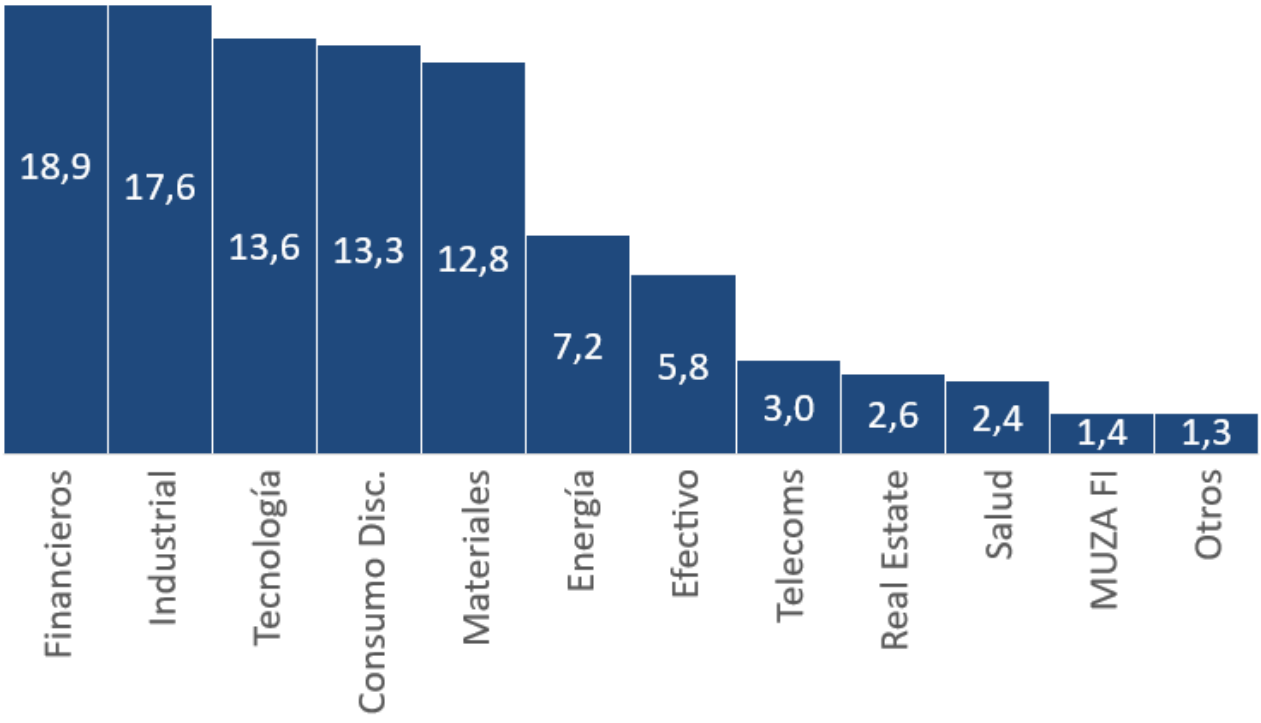
MUZA
MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE ABRIL 2020

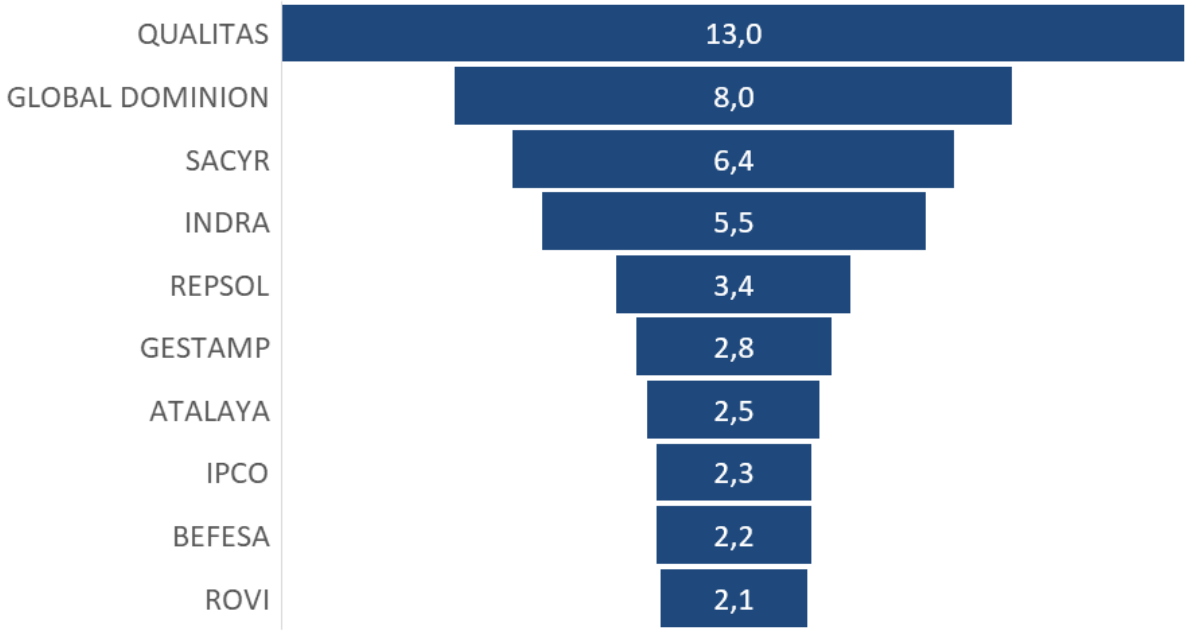
RENTABILIDAD EN EL PERIODO				
	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
1999	1,17%	27,71%	29,38%	19,51%
2000	1,44%	-5,19%	-3,83%	-21,75%
2001	9,37%	-16,97%	-15,65%	-7,82%
2002	-9,82%	-31,96%	-30,36%	-28,11%
2003	32,14%	12,82%	15,92%	28,17%
2004	26,97%	9,51%	12,24%	17,37%
2005	31,57%	23,46%	26,68%	18,20%
2006	48,89%	17,81%	20,80%	31,79%
2007	10,80%	-0,17%	2,36%	7,32%
2008	-43,19%	-45,60%	-43,77%	-39,43%
2009	41,16%	27,99%	32,39%	29,84%
2010	9,88%	8,63%	11,61%	-17,43%
2011	-13,93%	-11,34%	-8,61%	-13,11%
2012	9,86%	14,37%	18,18%	-4,66%
2013	32,87%	17,37%	20,79%	21,42%
2014	-3,13%	4,35%	7,20%	3,66%
2015	4,69%	6,79%	9,60%	-7,15%
2016	22,77%	-1,20%	1,73%	-2,01%
2017	19,32%	7,68%	10,58%	7,40%
2018	-17,64%	-13,24%	-10,77%	-14,97%
2019	18,24%	23,16%	26,82%	11,82%
2020*	**-26,23%**	**-18,23%**	**-17,53%**	**-27,51%**
RENTABILIDAD ACUMULADA				
1999-2020*	330,20%	8,86%	89,08%	-30,61%
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
1999-2020*	7,1%	0,4%	3,0%	-1,7%
(D) Dividendos incluidos				
**Rentabilidad hasta 30/04/2020*				



DISTIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE ABRIL 2020



PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE ABRIL 2020



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.