

Valor Liquidativo: 31,75€

Rentabilidad: +5,9%

Activos: 145,6 millones €



Datos Generales de la SICAV

Comisión de Gestión : 1,00%
 Comisión Depositaria: 0,06%
 Entidad Depositaria: Banco Sabadell

Entidad Gestora: Muza Gestión de Activos SGIIC
 ISIN: ES0131365035
 Gestor: Luis Urquijo

Liquidez: Diaria
 Auditor: PWC

Resumen de cartera

La SICAV cerró el mes con una caída del 3,3% y acumula una rentabilidad en el año del +5,9%. La cartera está invertida al 95%.

Los títulos que más han contribuido a lo largo del mes han sido Quálitas y ROVI, mientras que International Petroleum Corporation y Gestamp han sido los que más rentabilidad han detrído.

Hemos realizado pocos movimientos relevantes. Cabe mencionar la variación de peso en dos de nuestras inversiones italianas, Piaggio y Danieli, en las que redujimos y aumentamos, respectivamente, algo de exposición.

Situación de mercado

Agosto cerró con caídas generalizadas en las principales bolsas europeas (IBEX 35 -1,77%; EURO STOXX 50 -1,16%) y americanas (Dow Jones -1,70%; S&P 500 -1,81%).

A los ya "habituales" problemas geopolíticos como las disputas comerciales entre EE.UU. y China, se unieron otros como la inestabilidad en Italia — ya resuelto— la crisis Argentina y unas muy probables nuevas elecciones en Reino Unido.

En paralelo, seguimos asistiendo a un comportamiento ciertamente dispar en los mercados. Por un lado, existe un claro sesgo positivo hacia sectores y compañías "defensivas", que en la mayoría de los casos cotizan a valoraciones ciertamente exigentes, y por otro nos encontramos con un muy pobre comportamiento de las compañías "cíclicas y de valor". Esta divergencia lleva siendo evidente varios meses y responde creemos a varios factores:

1. La intervención de los Bancos Centrales sobre los tipos de referencia, que ha provocado la compresión en la rentabilidad de los bonos y la transferencia de flujos de inversión hacia activos "seguros", entre otros, compañías "defensivas". Muchas de estas compañías han visto su rentabilidad por dividendo comprimirse hasta niveles semejantes a lo que sería un bono corporativo de "alta calidad", proceso por el cual acaban cotizando a múltiplos de beneficios en algunos casos desmesurados. En contraposición, tenemos compañías más expuestas a ciclo o de pequeña y mediana capitalización, en valoraciones mucho más razonables. Es cierto que esta disparidad de múltiplos suele tener lugar cuando los ciclos económicos se ralentizan, pero la intervención de los Bancos Centrales hace que estas divergencias se agudicen y tengamos compañías —y sectores completos— cotizando a múltiplos exageradamente elevados, desconectados en la mayoría de los casos de una valoración fundamental razonable. En definitiva, podríamos decir que existe una "burbuja" de valoración en muchas categorías de activos "defensivos".
2. El problema anterior se ve amplificado por el gran peso que tiene hoy en día la gestión pasiva, que no hace sino aumentar la presión compradora en la mayoría de los valores "defensivos" que forman parte de los grandes índices europeos y americanos. Para dar una idea de la magnitud de la gestión pasiva, en la actualidad la mayoría del flujo que se negocia en los mercados está relacionado o tiene su origen en la gestión pasiva. Determinados informes indican que la gestión pasiva en EE.UU. supone ya en entre el 60% y el 70% del volumen negociado, lo que implicaría que los gestores activos cada vez influyen menos en la configuración de precios, gestores a los que se les presupone un mayor enfoque fundamental. En Europa, las inercias son similares y crecientes hacia la gestión pasiva.

Sin ánimo de insistir demasiado en los efectos colaterales del crecimiento de la gestión pasiva, y sabiendo que es una realidad sobradamente conocida, creemos que es bueno resaltar el hecho de que 2019 está siendo, si cabe, un año donde este crecimiento se ha acelerado. En la siguiente página, recopilamos algunos titulares y gráficos publicados recientemente que demuestran esta inercia y explican, en cierto modo, lo que está ocurriendo en muchos índices.



Titulares y gráficos en prensa especializada que ponen de manifiesto la inercia de la gestión pasiva

Markets
One Look at Passive Flows Explains the Story of Markets in 2019

To understand market psychology these days, just follow the money.

The \$119 billion that's flowed into exchange-traded funds this year shows investors clinging onto the longest bull market that ever was, even as angst builds that all good things must come to an end. Record appetite for fixed-income funds has coupled with a bid for safety in equities, with investors seeking to sidestep pain from geopolitical risk and slower growth, while pursuing further gains.

But incessant demand for safe strategies has sent valuations to extremes, leaving investors torn over whether or not to pile into this already-priced corner of the market. High-dividend paying stocks are currently trading at premiums "usually affiliated with recession," according to Bloomberg Intelligence strategists Gina Martin Adams and Michael Casper. This time, though, positioning more likely reflects low inflation or rates, rather than worries about slowing growth, they said.

FINANCIAL TIMES
Investors flee active funds at highest rate in 3 years

More than \$30bn pulled so far in 2019 as stockpicking comes under intense scrutiny

Investors pulled €20.9bn from active mutual funds based in Europe in the five months to the end of May, compared with net sales for the same period in each of the previous five years, according to figures from Morningstar.

In the US, active funds suffered redemptions of \$12.9bn in the five months to the end of May, reversing a trend of positive sales in the same period in 2017 and 2018. The figures exclude money market funds.

Watchdogs probe systemic risks of passive fund growth

The growing weight of money committed to ETFs by asset managers is attracting more scrutiny

A core concern is ETFs' liquidity. Regulators are worried about the possibility of a failure in the market-making activity that underpins ETFs. The mechanism hinges on "authorised participants" (APs) — commonly investment banks — that buy ETF units at a discount to their underlying assets and sell them at a premium. These players are not legally obliged to carry out this function, leading to fears that they may retreat in the event of a market crisis.

In such an outcome, investors may be forced to sell their ETFs at a discount to the value of their underlying assets. As the Central Bank of Ireland warned in last year, liquidity comes with a cost, and liquidity in stressed markets comes with an even greater one. The regulator questioned whether ETFs' reputation as a cheap investment solution is consistent with the idea that "an ETF could — or should — have a great tolerance for liquidity risk".

INVESTING
Passive investing automatically tracking indexes now controls nearly half the US stock market

PUBLISHED TUE, MAR 19 2019 - 1:42 PM EDT | UPDATED TUE, MAR 19 2019 - 5:56 PM EDT

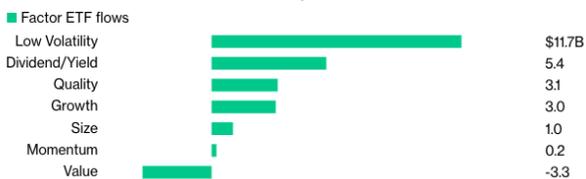
Michael Burry of 'The Big Short' says he has found the next market bubble

PUBLISHED WED, SEP 4 2019 - 9:09 AM EDT | UPDATED THU, SEP 5 2019 - 5:56 PM EDT

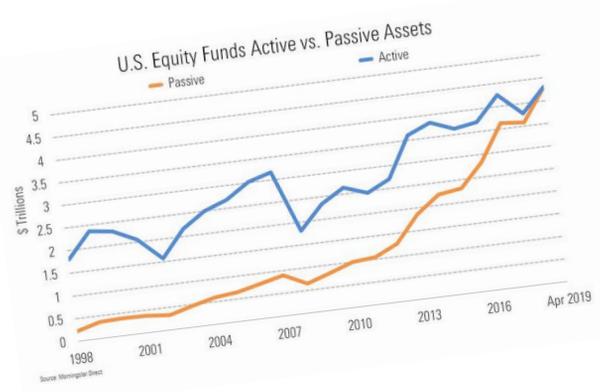
- Passive investments are inflating stock and bond prices in a similar way that collateralized debt obligations did for subprime mortgages more than 10 years ago, Burry told Bloomberg News.
- "Like most bubbles, the longer it goes on, the worse the crash will be," said Burry.
- "The theater keeps getting more crowded, but the exit door is the same as it always was. All this gets worse as you get into even less liquid equity and bond markets globally," he said.

Factor Wars

Investors add most cash to low volatility bets



Source: Bloomberg Intelligence, data as of 7/1/19





Esta situación ha originado que muchos índices se hayan revalorizado de manera significativa a lo largo del presente año, más aún cuando éstos a su vez están compuestos en su mayoría por las denominadas compañías defensivas con dividendos estables. Si separamos los componentes del EuroStoxx 50 en dos grupos, los 20 que mejor lo han hecho (izquierda) y los 20 que peor lo han hecho (derecha) en 2019, nos encontramos dos escenarios muy distintos:

20 MEJORES VALORES POR RENTABILIDAD EN EL AÑO 2019 - EUROSTOXX 50				
Compañía	Retorno en 2019 (%)	Rentabilidad por Dividendo (%)	Precio Valor Contable	PER
ASML HOLDING NV	58,61	1,01	4,16	39,57
AIRBUS SE	53,78	1,66	13,32	26,35
ADIDAS AG	52,66	1,40	8,21	29,74
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	49,17	2,14	2,62	24,84
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	47,45	1,81	5,63	28,62
VINCI SA	43,15	2,90	3,24	19,04
KONINKLIJKE PHILIPS NV	42,21	2,02	3,26	27,29
IBERDROLA SA	40,59	3,97	1,51	18,48
DANONE	36,68	2,53	3,27	24,35
CRH PLC	36,01	2,46	1,56	15,67
ENEL SPA	38,73	4,92	2,08	13,69
SAFRAN SA	32,89	1,61	4,91	27,36
SAP SE	29,90	1,39	4,97	42,73
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	29,82	3,73	6,65	25,31
SCHNEIDER ELECTRIC SE	31,47	3,26	2,19	18,70
DEUTSCHE POST AG-REG	32,23	4,01	3,09	17,29
L'OREAL	26,59	1,68	5,19	35,58
LINDE PLC	24,51	1,95	ND	ND
ESSILORLUXOTTICA	24,37	1,47	1,74	33,78
UNILEVER NV	22,89	2,91	11,71	16,00
MEDIA	37,68	2,44	4,70	25,49

20 PEORES VALORES POR RENTABILIDAD EN EL AÑO 2019 - EUROSTOXX 50				
Compañía	Retorno en 2019 (%)	Rentabilidad por Dividendo (%)	Precio Valor Contable	PER
BNP PARIBAS	15,42	7,26	0,56	6,92
SANOFI	11,80	3,89	1,80	28,20
INTESA SANPAOLO	16,55	8,80	0,68	8,79
FRESENIUS SE & CO KGAA	7,08	1,80	1,56	13,37
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	6,57	4,83	2,47	28,54
BASF SE	5,69	5,33	1,40	22,10
ENI SPA	3,74	6,18	0,99	14,57
TOTAL SA	2,68	5,76	1,16	12,57
DAIMLER AG-REGISTERED SHARES	5,56	5,49	0,80	12,06
KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N	2,57	3,47	1,76	13,90
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	-0,10	6,03	0,61	7,07
ORANGE	-0,34	5,19	1,48	19,07
ING GROEP NV	2,44	7,74	0,67	7,59
SIEMENS AG-REG	-2,26	4,14	1,74	16,80
NOKIA OYJ	-8,89	4,54	1,76	ND
BANCO SANTANDER SA	-8,56	6,32	0,58	8,38
TELEFONICA SA	-8,93	6,21	3,34	11,89
UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD	-4,31	9,00	0,64	10,63
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	-7,19	4,94	0,73	8,55
SOCIETE GENERALE SA	-4,81	9,01	0,32	5,68
MEDIA	1,74	5,80	1,25	13,51

Siendo conscientes de las limitaciones de este sencillo análisis, apreciamos como el grupo de la izquierda, compuesto de compañías de perfil más “defensivo” (Lujo, Alimentación y Bebidas, Servicios Públicos, etc.), se encuentra cotizando a múltiplos de beneficios ciertamente exigentes —25 veces de media— como consecuencia de la ya comentada compresión en rentabilidades por dividendo — hasta el 2,4% de media actual. La otra cara de la moneda la tenemos en el cuadro de la derecha, donde se concentran los sectores más denostados (Autos, Bancos, Petroleras, Telecoms, etc.), los cuales cotizan a una rentabilidad por dividendo cercana al 6% y a un múltiplo de beneficios inferior a 14x.

Acompañamos a este breve repaso, una serie de gráficos que muestran evoluciones sectoriales que han tenido comportamientos divergentes. La primera que nos llama la atención es la del sector de alimentación y bebidas europeo, que cotiza actualmente en máximos de los últimos 17 años en términos de valor en libros (4,3 veces).



Igual de llamativo es el múltiplo de beneficios al que cotiza este sector, cercano a las 30 veces, que como bien sabemos todos, implica que necesitaríamos la suma de los beneficios de 30 años para recuperar la inversión inicial. Las razones tras estos múltiplos ya están explicadas y, por supuesto, están mayoritariamente desconectadas de una aproximación fundamental.



Un ejemplo totalmente opuesto, lo encontramos en autos, sector que, al estar expuesto a disrupciones de todo orden y un “mal momentum” de ventas en muchas zonas geográficas, cotiza por debajo de valor en libros y en mínimos de los últimos 15 años (si excluimos el episodio de estrés del 2009).



Estamos seguros de que esta inercia de comportamiento negativo del sector tardará en revertir hacia valoraciones más racionales y también estamos seguros de que muchas compañías, tanto fabricantes como proveedores, van a estar sometidas a cambios disruptivos. Sin embargo, muchas otras sufren indebidamente la incertidumbre reinante en el sector, estando desde nuestro punto de vista expuestas a muy pocos riesgos disruptivos y ofreciendo, por tanto, oportunidades de valor muy atractivas en el medio plazo —como puede ser el caso de Gestamp.

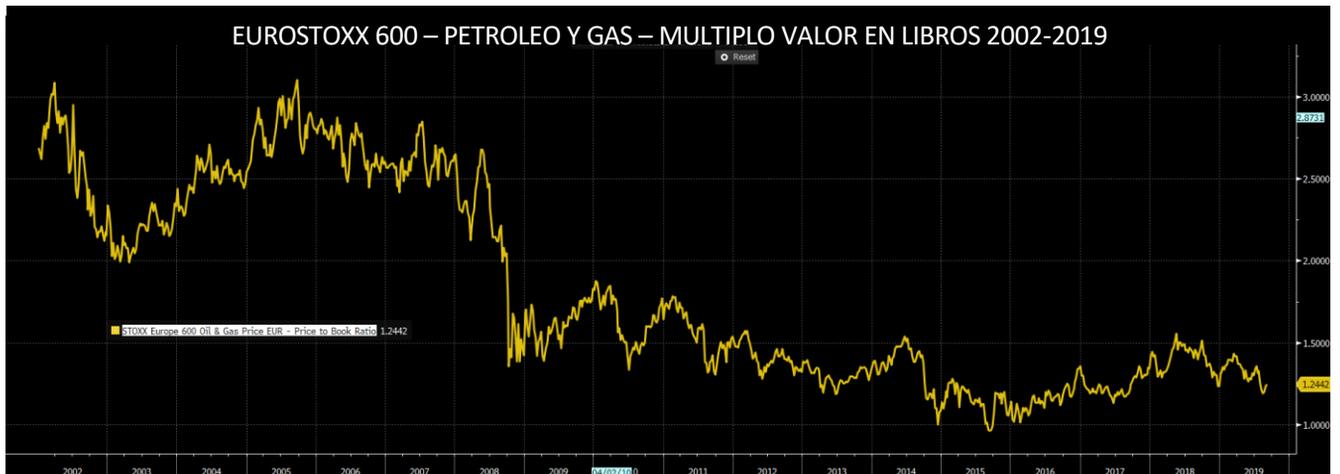


Otro sector poco querido es el de Petróleo y Gas (especialmente las Petroleras), que al igual que el sector autos, se va a ver sometido a elementos disruptivos en el largo plazo por la constante presión medioambiental hacia menores emisiones y reducción de combustibles fósiles.

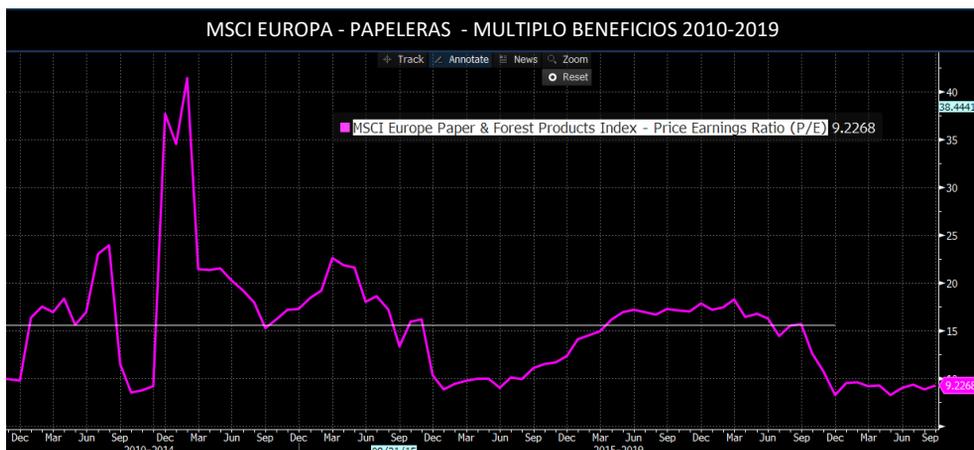
Siendo esta una tendencia de disrupción de largo plazo y de lenta evolución (no puede ir rápido porque la sustitución, entre otros, del parque automovilístico mundial llevara aún muchos años), permite a muchas compañías del sector adaptarse y prepararse. En general, la mayoría de los operadores integrados del sector se encuentran en una buena disciplina inversora (sobre todo en materia de exploración), lo que los ha llevado a tener unos balances saneados y a maximizar la generación de caja. Estando de acuerdo en que, a largo plazo, el consumo de combustibles fósiles irá decreciendo en favor de otras fuentes de energía, quedan aún muchos años por delante para que este proceso tenga un impacto relevante.

Durante este tiempo veremos un proceso de transformación que les irá haciendo menos dependientes de la exploración, extracción y refinado de crudo (negocio que creemos perdurará aún muchísimos años, ya que no vemos alternativas viables a los combustibles fósiles para industrias tan importantes como el transporte marítimo o el aéreo).

Tenemos dos inversiones (Repsol e International Petroleum Corp.) en este sector que creemos sufren ineficiencias de valor.



Un último ejemplo quizás, por no alargar en exceso esta nota, también afectado por inercias negativas en los últimos meses, es el Papelero. Actualmente, cotiza a múltiplos medios por debajo de 10 veces beneficios. Creemos que se están dando oportunidades de valor interesantes en compañías del sector que cotizan con descuentos sensibles sobre sus resultados normalizados (Navigator/Semapa y Ence son a nuestro modo de ver dos casos claros).





En resumen...

Este rápido repaso sobre las divergencias de múltiplos lo hemos hecho con la idea de poder trasladar el enfoque y posicionamiento con el que estamos intentando invertir ahora. Es innegable que la inversión en valor no pasa por sus mejores momentos, pero esto obliga, si cabe, a hacer un esfuerzo mayor por no perder el foco y la paciencia.

La presente situación de mercado comparte determinadas características con situaciones pasadas tales como la burbuja tecnológica del año 2000 o el periodo previo al comienzo de la crisis financiera. En todos estos eventos se produjeron desconexiones muy importantes en algunos sectores y compañías entre valor y precio, tanto por exceso como por defecto de valoración.

Hoy en día creemos que no se puede hablar de una Bolsa cara o barata, se puede hablar de sectores o compañías caras o baratas. No creemos que ninguna de las causas fundamentales de esta fuerte divergencia entre valor y seguridad (Bancos Centrales y Gestión Pasiva), se vaya a corregir en el corto plazo y no sabemos cuál será el catalizador para que esto ocurra. Eso sí, estamos seguros de que antes o después ocurrirá un ajuste fundamental en muchas valoraciones y, al menos, debemos tener claro donde no estar.

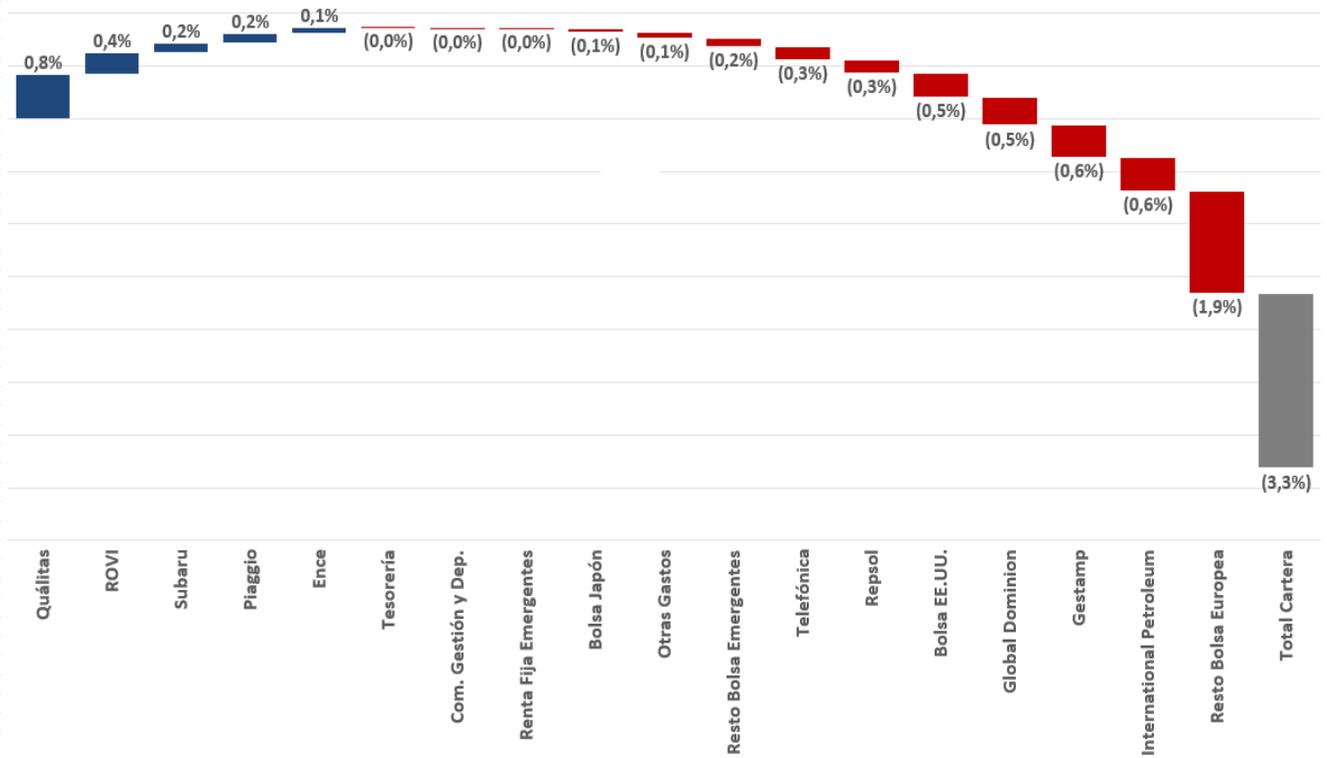
Muchas gracias y un cordial saludo,

Muza Gestión

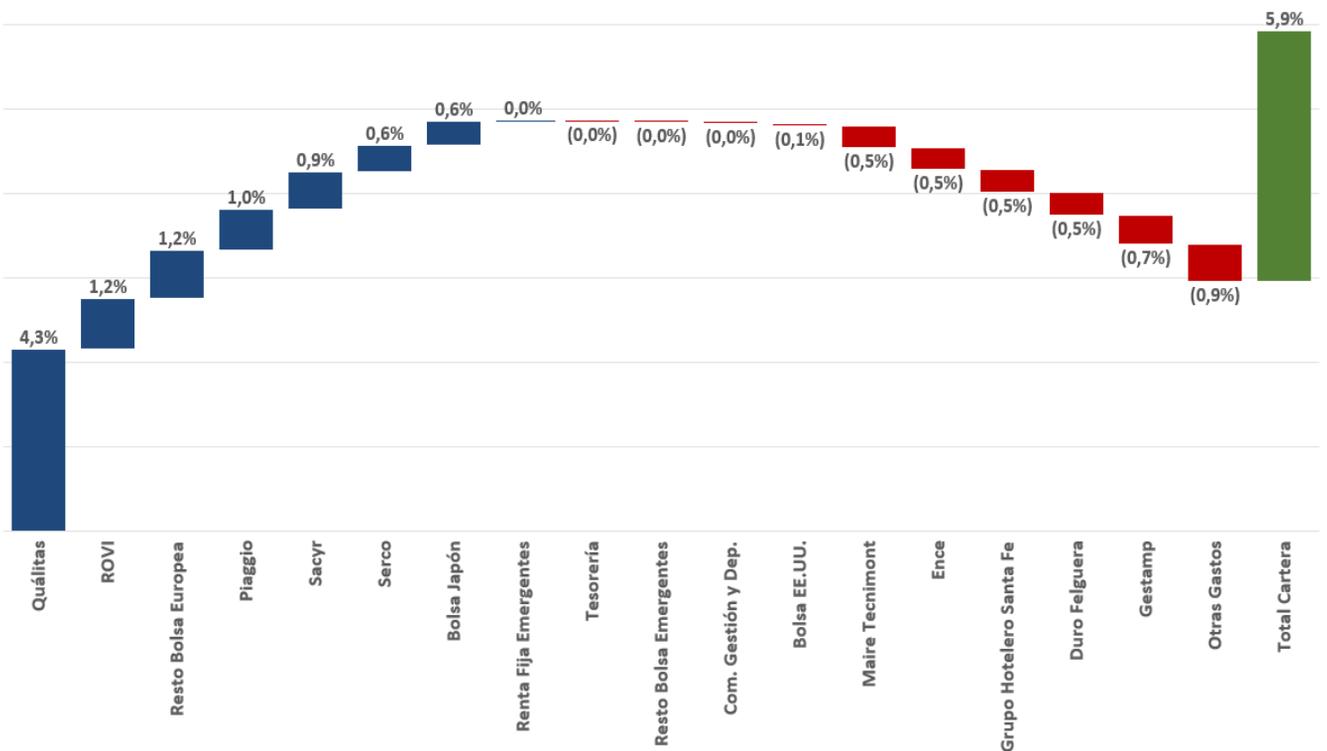


DISTRIBUCION DE CONTRIBUCION A LA RENTABILIDAD

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES AGOSTO 2019



PRINCIPALES CONTRIBUIDORES Y DETRACTORES YTD 2019

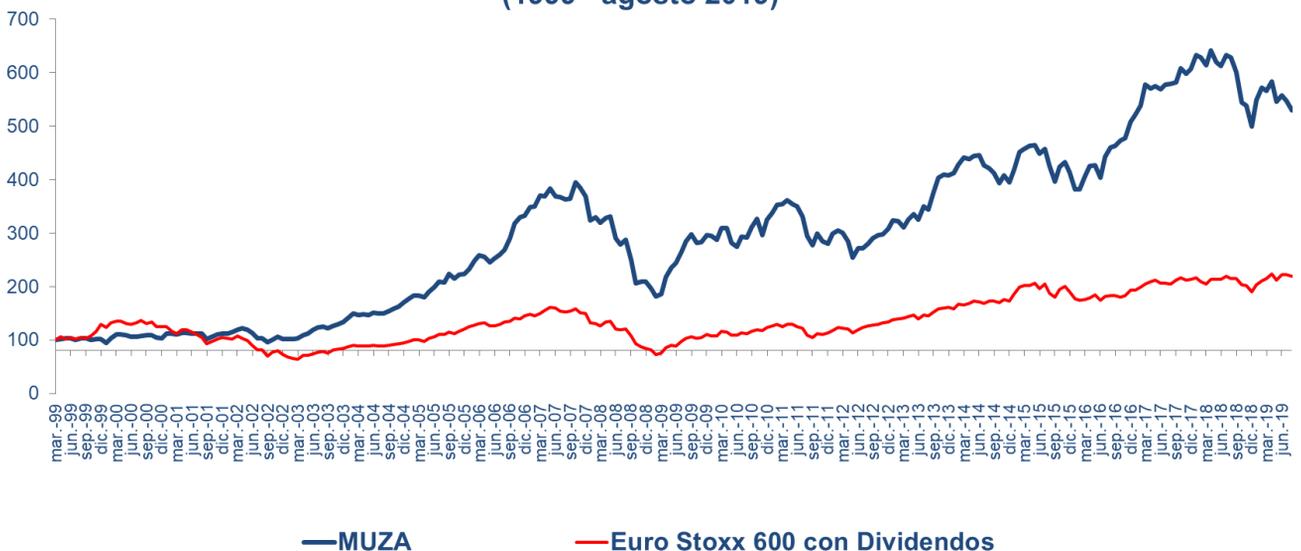




RENTABILIDAD DE LA CARTERA A CIERRE AGOSTO 2019

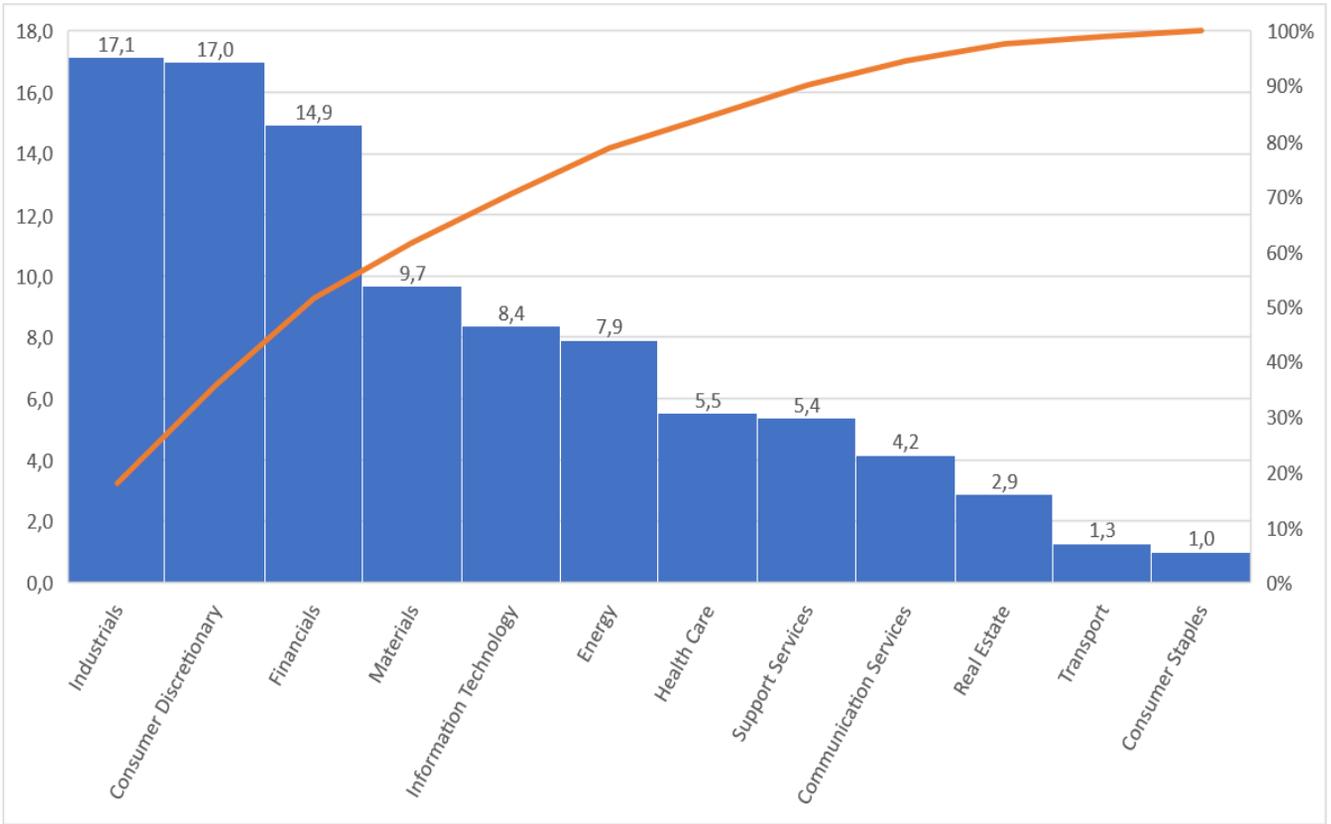
RENTABILIDAD EN EL PERIODO				
	LA MUZA	STOXX 600	STOXX 600 (D)	IBEX
1999	1,17%	27,71%	29,38%	19,51%
2000	1,44%	-5,19%	-3,83%	-21,75%
2001	9,37%	-16,97%	-15,65%	-7,82%
2002	-9,82%	-31,96%	-30,36%	-28,11%
2003	32,14%	12,82%	15,92%	28,17%
2004	26,97%	9,51%	12,24%	17,37%
2005	31,57%	23,46%	26,68%	18,20%
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*	5,97%	12,39%	15,25%	3,20%
RENTABILIDAD ACUMULADA				
1999-2019*	429,22%	27,71%	119,48%	-9,52%
RENTABILIDAD ANUALIZADA				
1999-2019*	8,4%	1,2%	3,9%	-0,5%
<i>(D) Dividendos incluidos</i>				
<i>* Rentabilidad hasta 30/08/2019</i>				

LA MUZA vs STOXX600 (D)
(1999 - agosto 2019)

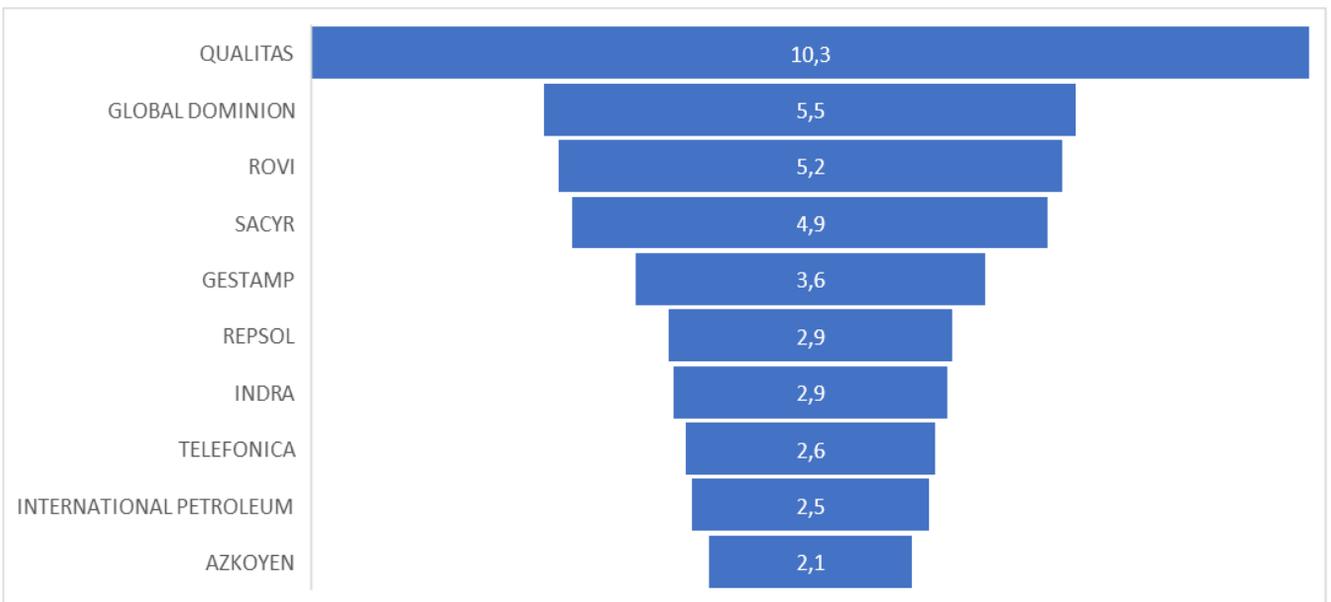




DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA CARTERA (%) A CIERRE AGOSTO 2019



PRINCIPALES INVERSIONES (%) A CIERRE AGOSTO 2019



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.