



Luis Urquijo, CEO de Muza Gestión. Cristina Villarino, EL ESPAÑOL.

 FONDOS DE INVERSIÓN

Luis Urquijo (Muza): "Esta guerra de aranceles es como poner a un pelotón de fusilamiento en círculo"

- El CEO de Muza Gestión cuenta en una entrevista los planes de crecimiento de la gestora de los herederos de la familia Urquijo.
- **Más información:** De Guindos (BCE) cree que "una guerra de aranceles generalizada creará más problemas al crecimiento que a la inflación"

Rubén Escudero y Laura Piedehierro

Publicada 16 febrero 2025 03:23h

Llevan el **apellido Urquijo** con orgullo, pero con discreción. Su familia fundó en Madrid el histórico **Banco Urquijo en 1870**, que ha pasado por muchos propietarios hasta estar **dentro del Banco Sabadell**. Buena parte de las grandes compañías industriales que se hicieron un hueco en el siglo XX contaron con la financiación de este banco, que hacía una función a caballo entre el *venture capital* y los bancos de desarrollo en los países emergentes.

Sin embargo, **Luis y Estanislao Urquijo** se dedican a la bolsa, no a la banca corporativa. Ni tampoco tienen nada que ver con la actual banca privada del Sabadell Urquijo. Sin hacer mucho ruido, gestionan **una sicav y un fondo** que están entre los más rentables a largo plazo.

Creyentes acérrimos de la **gestión activa y la inversión en valor**, eligieron bautizar a su proyecto hace dos décadas y media como **La Muza Inversiones en honor al caserío que la familia tenía en Llodio (Álava)**.



Mutuactivos entra a gestionar una parte de la sicav de Alicia Koplowitz junto a BBVA, JPMorgan y Pictet

La gestora que dirigen los hermanos administra cerca de **250 millones de euros**. Su cometido siempre ha sido invertir el patrimonio familiar y el de su entorno más cercano en los parqués europeos. Pero, gracias a su **rentabilidad anualizada que roza el 9% en la última década**, han decidido abrir las puertas a inversores externos. Patricio Domecq es su último fichaje para desarrollar el negocio de terceros.

"Estamos dispuestos a sacrificar el crecimiento en patrimonio a cambio del crecimiento cualitativo de inversores", afirma **Luis Urquijo, consejero delegado** de Muza Gestión, en una entrevista con EL ESPAÑOL-Invertia. Sus palabras son hechos demostrados.

El apellido aristocrático que les acompaña no les ha hecho perder los pies del suelo. Trabajan en una pequeña oficina compartida del barrio de Salamanca. Austera y transparente, sólo la adornan unos pocos libros, un cuadro con el rendimiento de Berkshire Hathaway y los terminales Bloomberg con los que se conectan al mercado.



hasta la irrupción de la IA china. ¿En qué situación se encuentran?

Hablar de los mercados en términos agregados siempre es complicado. Hay que especificar en qué mercado y, dentro de esos mercados, qué sectores y qué compañías.

Te voy a poner un ejemplo un poco simplón. El mundo del *value*, por ejemplo, lleva yo creo que 15 años comportándose peor que el *growth*. Pero eso no ha querido decir que en el mundo del *value* no se haya creado valor. Si te vas luego a cada una de las compañías que, de una u otra manera, han estado en tu cartera de inversiones estos últimos años, muchas de ellas han ido estupendamente bien.

Haciendo este *disclaimer*, yo no sé hacia dónde van los mercados. Te diría que hemos dejado de pretender entender hacia dónde van los mercados a corto plazo. Es un ejercicio absolutamente estéril. No te aporta nada. Lo que sí tengo claro es que quizás hoy existen una serie de connotaciones que te hacen predecir que hay un cierto estado de euforia que no es muy perpetuable en el tiempo. Y eso te recuerda un poco a otras épocas vividas, como la burbuja tecnológica de principios de este siglo.



Luis Urquijo. Cristina Villarino, EL ESPAÑOL.

¿Qué cosas concretas percibe?



justificar las valoraciones actuales, muchas veces el mercado acaba construyendo unos escenarios que no son del todo realistas.

Todos sabemos que la inteligencia artificial es un elemento muy disruptivo. Todos sabemos que hay una serie de compañías que, a día de hoy, se están beneficiando clarísimamente de muchísimas inversiones en IA. Nvidia es un claro ejemplo de esto. Lo que no sabemos ninguno es cómo nos vamos a encontrar este mercado dentro de cinco o seis años.

Hace unos días tuvimos el **caso de DeepSeek**. Eventualmente tienes una plataforma que puede operar con costes mucho más eficientes, sobre el papel, por simplificar mucho la cuestión. Yo no sé dónde va a acabar eso. Lo que sí tengo claro es que es muy optimista pensar que de manera perpetua vas a tener una compañía, o una serie de compañías, que se van a beneficiar de la evolución de esta tecnología en el futuro, que van a poder mantener sus márgenes o sus crecimientos en las tasas actuales y que, por lo tanto, van a poder justificar unas valoraciones que hoy en día son muy optimistas. Y esto me recuerda un poco a lo que ocurría en otro contexto, con otra tipología de casuísticas, cuando empezó toda la burbuja de las *puntocom*. Si miramos hacia atrás, me atrevería a decir que quedan muy pocos de los teóricos campeones de aquellos años, por no decir ninguno.

¿Con esto quiere decir que Nvidia va a ser un fiasco? No, ni mucho menos. Lo que quiero decir es que es una compañía que capitaliza billones y que para justificar esas capitalizaciones tienen que seguir creciendo de manera significativa y ganar muchísimos cientos de miles de millones.





Luis Urquijo posa para la entrevista. Cristina Villarino, EL ESPAÑOL.

¿Le preocupa una guerra arancelaria?

Quien sepa cómo va a estar la guerra arancelaria dentro de un año, que levante la mano. Creo que la guerra arancelaria hoy es una realidad y mañana puede ser otra muy distinta. Va a levantar mucho polvo de muchas estanterías y va a hacer pensar sobre muchas cosas que no tienen que ver estrictamente con la guerra. Yo creo que lo que está haciendo es provocar que ocurran otras cosas. Es la excusa para que ocurran otras cosas que la **administración estadounidense, encabezada por Donald Trump**, está buscando en materia de tráfico de drogas, inmigración, salud...

Los objetivos que busca la guerra arancelaria son muy distintos al hecho de poner unas tasas a la importación de una serie de componentes que, por otra parte, Estados Unidos necesita importar.

El otro día me ponían un símil que refleja muy bien lo que es una política arancelaria muy proteccionista. Es como poner a un pelotón de fusilamiento en círculo. Es decir, tú disparas primero, pero el de enfrente va a disparar al otro y el otro al otro. Al final, se produce un cruce de balas donde nadie sabe quién saldrá beneficiado. Veremos dónde termina esto. Yo creo que va a terminar en mucho menos de lo que hoy estamos hablando, pero va a desencadenar que ocurran otras muchas cosas que el Gobierno estadounidense está buscando.

La guerra comercial de Trump va a provocar que ocurran otras cosas distintas a los aranceles

cuánto aguantará este modelo. En general, las economías desarrolladas han vivido estos últimos años muy sustentadas en el endeudamiento.

Mucho del crecimiento de la economía española y otras economías europeas ha venido sustentado por esa realidad. A ello se suma que España ha tenido un impulso adicional

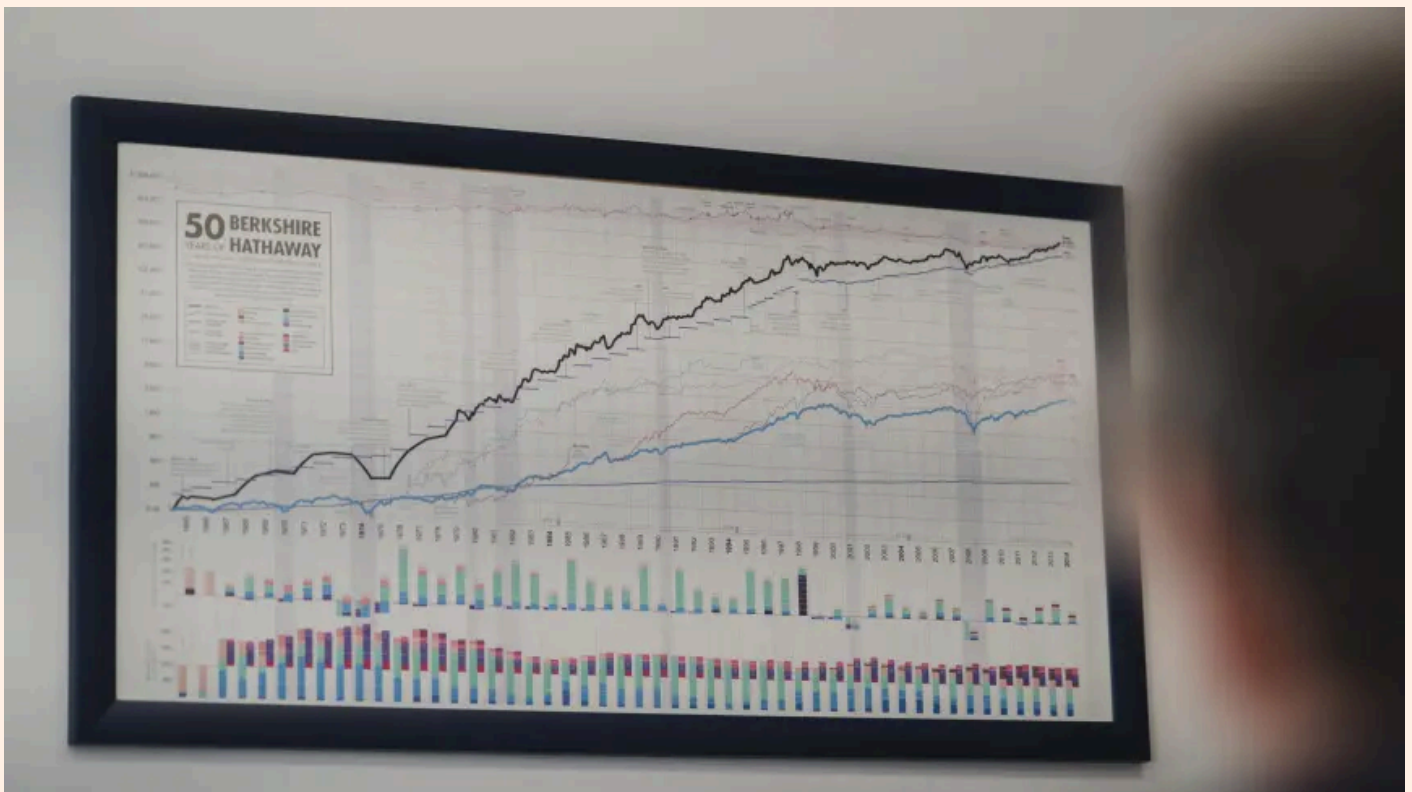


y, por lo tanto, presupuestario por parte de la Administración? No lo sé. Dependerá del gobierno en curso y de los límites que quiera poner Bruselas.

Si me preguntas si la deuda del país es sostenible, yo te diría que nosotros tenemos un problema. Una gran parte del gasto que tiene España hoy está dedicado a pagar los intereses de la deuda. Y si esto sigue creciendo, va a llegar un momento donde, no solo nosotros, sino otros muchos países en Europa, vamos a tener un problema.

Creo que va a haber un momento donde vamos a tener que entrar en un programa de adelgazamiento, porque no vamos a poder seguir trasladando a impuestos todo aquello que nos falte de cubrir de gastos. Y habrá que ajustar los déficits a una realidad que nos permita ir reduciendo la deuda en el tiempo. Esa ecuación entre unos impuestos equilibrados, unos gastos equilibrados, un déficit equilibrado, una inflación equilibrada y poder reducir deuda, es muy compleja.

No sé cuándo vamos a entrar en esa fase de adelgazamiento, porque seguimos tomando primero, segundo, postre y copa. Pero habrá un momento en el que vuelvan los *hombres de negro* y pasemos a tomar sólo principal y postre.



Un póster con la rentabilidad histórica del holding de Warren Buffett. Cristina Villarino, EL ESPAÑOL.

Aunque, a su juicio, mirar la bolsa de forma general es “un ejercicio



esta racha termine?

No lo sé. Si miras la bolsa estadounidense, la concentración de los diez principales valores puede ser la mayor de los últimos 35 o 40 años. ¿Qué va a hacer la bolsa? ¿Cómo se va a comportar ese núcleo de valores que tienen un peso probablemente cercano al 50% o al 60% del S&P 500? La evolución de esas compañías va a marcar mucho la evolución del índice. Yo creo que hoy en día el S&P 500 no es un índice, son diez locomotoras seguidas por 490 vagones.

Si el comportamiento de esos valores empieza a titubear un poco o a dar síntomas de fatiga, creo que el S&P 500 va a estar sometido a unas volatilidades mucho mayores a las que serían lógicas al pensar en un índice que tuviera realmente 500 compañías con un peso ponderado de una manera más o menos equitativa.

Entonces, ¿el comportamiento de las bolsas vendrá determinado por las grandes compañías digitales y no por un evento económico o geopolítico como puede ser una guerra comercial?

Por supuesto que los índices a corto plazo reaccionan a eventos macroeconómicos y a eventos geopolíticos. Y, por supuesto, que si mañana a Estados Unidos le pusieran unas barreras comerciales muy importantes en Asia y Europa, tendrían un impacto.

Yo no sé cómo se van a desarrollar los eventos geopolíticos. Y no lo pretendo, porque eso depende de un señor que se levante por la mañana y decida una cosa u otra en función de que él determine que se han cumplido los objetivos que él quería alcanzar a través de esa guerra de tarifas.

Si la inflación en Estados Unidos muestra que no está controlada, y empezamos a tener datos de inflación de nuevo por encima del 3% o el 3,5% y los tipos de interés no solo no se reducen, sino que la Fed empieza a hablar de tener que subir, las cotizaciones de muchas empresas sufrirán. Lo harán especialmente aquellas que tienen en sus valoraciones un componente de crecimiento muy importante.

Todos somos conscientes de que los índices hoy en día están muy sobreinvertidos por aquello que hemos denominado gestión pasiva, entendida como todo aquello que se dedica a replicar índices. Hace no muchos años esa gestión pasiva iba a la cola de la



realidad fundamental.

Y se componían valoraciones con criterios más o menos ordenados. Por lo tanto, las valoraciones de las compañías en la mayoría de los índices estaban definidas por esa cantidad de gestores que en su conjunto definían unos criterios fundamentales para asignar esas valoraciones. Y detrás venía un grupo al rebufo, que era la gestión pasiva.

¿Qué ha pasado ahora? Hay una cantidad de gestión pasiva que pesa mucho más en la composición de los índices de lo que pesa la gestión activa. Y se producen distorsiones.



Beltrán de la Lastra (Panza Capital): "En un mundo tan endeudado, Hacienda te quitará cada vez más beneficios"

Esa es la parte negativa de la democratización de la inversión...

Yo creo que el arranque fue muy legítimo y esa democratización vino por buenas causas. Entendida como acceder al mercado con unas comisiones muy bajas y sin pensar si un gestor u otro lo hace mejor o peor. Simplemente, indéxese, porque el mercado es todopoderoso, sabio y perfecto.

Pero, ¿qué ha pasado? Que se ha viciado con el tiempo. Si todo el mundo aporta fondos para indexarse, lo que se está construyendo es un castillo de naipes que, en algunos casos, está justificado, pero en otros no.

Hoy en día, el S&P 500 no es un índice, son diez locomotoras seguidas por 490 vagones

¿Cuál es la foto actual de Muza Gestión?

Nosotros hemos vivido, como digo yo, en modo cantina, trabajando para la familia, amigos y allegados, además de algunas instituciones. Poco a poco hemos ido creciendo, puramente a través de hacer rentabilidades compuestas de entre un 9% y un 10% cada año y que es lo que nosotros buscamos conceptualmente.

Llega un momento donde el tamaño de los fondos se hace lo suficientemente grande



unos platos muy determinados.

Nosotros somos inversores de largo plazo. No es de boquilla. La mayoría de los que nos han acompañado estos últimos 25 años han estado permanentemente invertidos. Eso lo queremos preservar porque, para nosotros, es mucho más importante la rentabilidad del producto que la rentabilidad de la gestora.

Es decir, no tenemos una ambición de tamaño *per se*. El tamaño será consecuencia de haber podido encontrar perfiles de inversores que se adecúen a lo que nosotros creemos que debe ser el perfil de inversor. Y hay gente que no vale porque no tiene la capacidad de aguante y de entendimiento para estar aquí quieto.

Para tener inversores con la cabeza preparada, para hacer este viaje, tienes que tener una política de comunicación directa en la que tú le puedas contar el porqué y para qué de cada una de tus inversiones.

¿Eso qué implica? Huimos, en general, de cualquier sistema de comercialización que sea indirecto, es decir, con una plataforma de intermediación. Estamos dispuestos a sacrificar el crecimiento en patrimonio a cambio del crecimiento cualitativo de inversores.



Luis Urquijo - Cristina Villarino - EL ESPAÑOL



pueden llegar?

Estamos en torno a los 250 millones de euros. ¿Tenemos ambición de llegar a un número concreto en un plazo concreto? No.

Creemos mucho en lo que hacemos, porque hemos visto que durante estos últimos 25 años ha funcionado. Y funciona aplicando criterios lógicos, sencillos y teniendo las cosas claras. No es un modelo complejo de inversión, como no lo es en general el *value*.

El *value* es un modelo de sentido común en el que a veces te equivocas. Pero si haces un trabajo más o menos ordenado, los casos donde no te equivocas compensan holgadamente los errores.

¿Cómo ve el sector del *value*?

Hoy en día, hay mucha más cantidad de *value* accesible en el mercado que lo que había hace diez años, porque cada día se quedan más compañías desatendidas, en el sentido de análisis y valoración, por este efecto que hemos hablado de la gestión pasiva.

De manera general, cuando tienes un mercado normal, cuesta encontrar compañías. Pero te diría que hoy hay más oportunidades que capacidad de digestión de esas oportunidades. Y eso creo que es muy positivo para el *value*.

Esto sigue funcionando muy bien y va a seguir funcionando muy bien. Si analizas las rentabilidades compuestas de la mayoría de los *value*, no sólo españoles, sino europeos, serios, nos hemos ganado la vida razonablemente bien todos. Las oportunidades están ahí y se acaban poniendo en valor.



Xavier Espurz (Deutsche): "En banca corporativa hay tamaño para que una fusión BBVA-Sabadell no sea disruptiva"

La **concentración entre las gestoras de activos** ya ha empezado...

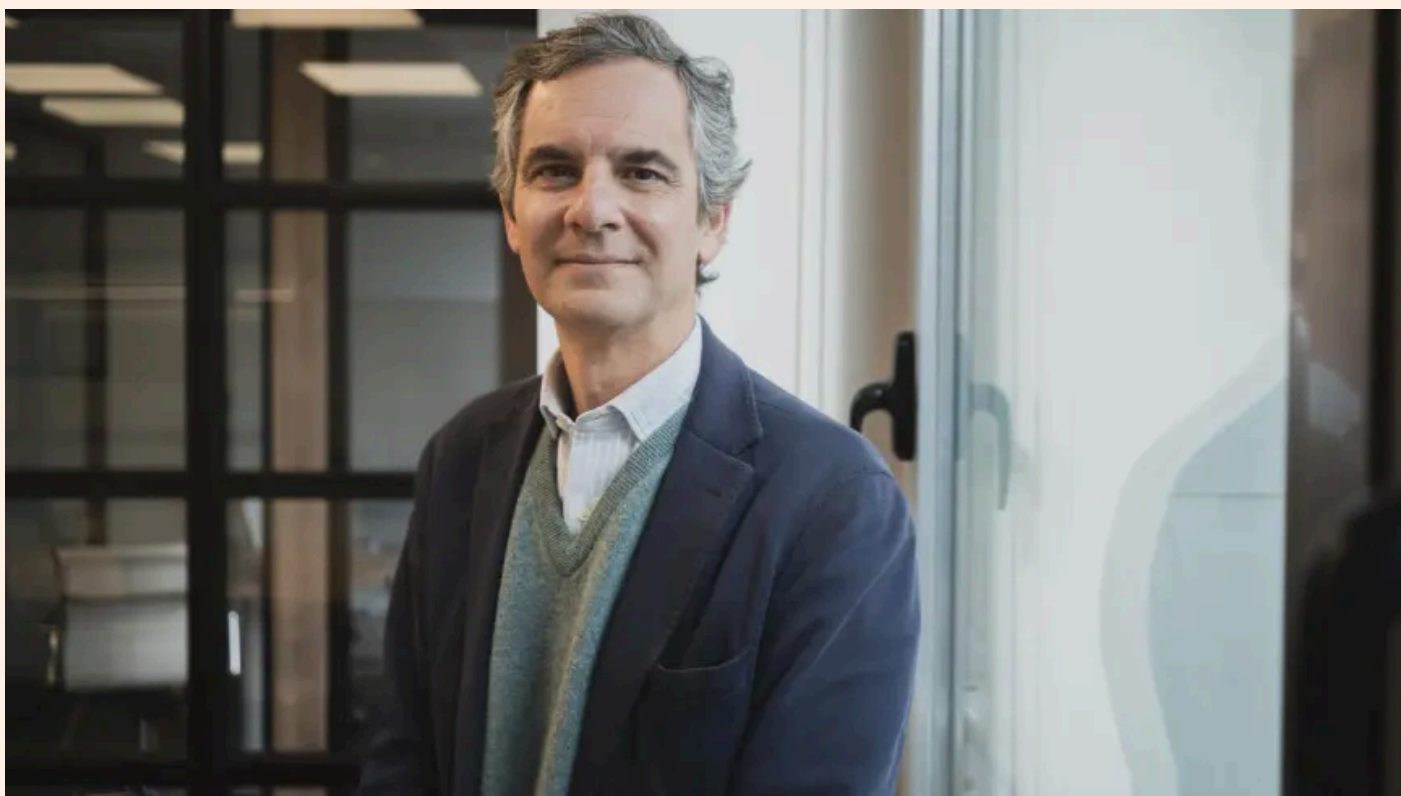
Es un negocio de escala. Otra de las razones que subyace detrás son las cargas



gestionando el doble o el triple.

A una escala menor, en las gestoras pequeñas tipo boutique o independientes, llámalo como quieras, ha habido movimiento y seguirá habiéndolo. Pero la materia gris es muy importante. El modelo de gestión está muy basado en la escuela de inversión.

Si tú no eres capaz de preservar esa gestión, la diluyes o la destruyes en una fusión, ya no hay margen de libertad para decidir. Antes o después esos inversores que estaban acompañando a ese modelo de inversión se pueden ir y, probablemente en ese proceso, lo que hayas hecho haya sido destruir valor en lugar de crearlo. He visto casos de todo orden y estilo, buenos y malos.



Luis Urquijo. Cristina Villarino, EL ESPAÑOL.

¿Ustedes descartan una operación corporativa con otra gestora?

Ni sí, ni no. Tengo muy claro lo que no me gustaría que esto acabe siendo. Por el camino pueden ocurrir cosas, porque puedes encontrarte con que tenga sentido una fusión. Pero no tenemos nada encima de la mesa ni hemos hablado con nadie.

Lo que sí estamos haciendo es preparar al equipo de gestión para que pueda ser polivalente y que pueda tomar decisiones con el mismo criterio el día que no estemos



Tenemos una vocación formativa. Hay que educar a la gente a invertir bien. Tenemos cierta obligación de transmitir una cultura de inversión a gente joven que tenga afición a esto, que le guste, que crea y que quiera aprender. A mí incluso me gustaría tener una pequeña escuela de formación, porque creo que es muy importante.

¿Qué valores forman su cartera?

Una de las incorporaciones más recientes y que vale la pena comentar es Tubacex. La incorporamos en la última parte del pasado año y es quizás la inversión en la que más hemos crecido. Sus tubos de acero inoxidable son cada vez de mayor valor añadido unitario gracias a las nuevas roscas que han presentado en Abu Dabi, que son casi más críticas que los propios tubos.

Nos gusta mucho lo que llamamos el *value* cíclico, como ArcelorMittal, Acerinox, Aperam o Tubacex, por poner nombres que puedan sonar en España. En esencia son negocios que tienen parte alta y parte baja de la cuenta de resultados. Cuando las cosas van mal, están en el infierno. Cuando las cosas van bien, están en el cielo. Los ciclos pueden durar entre tres y cinco años, más o menos.

Hemos estado incrementando también algo en Befesa, que es una minera encubierta porque se dedican a reciclar el polvo de acería y de ahí sacan zinc. Ha tenido un año 2024 algo complejo, pero creemos que 2025 y 2026 van a ser buenos. Tenemos inversiones en Atalaya. Tiene una concesión en Touro que la Xunta de Galicia acaba de declarar proyecto estratégico y eso le va a dar mucho valor a la compañía.

Seguimos teniendo mucha inversión en Elecnor. Empezamos a invertir justo después de la Covid-19 y nos ha ido muy bien porque tenía unos activos de renovables que nadie valoraba. Si sube algo más iremos vendiendo, porque creo que gran parte del trabajo de valor ya lo hemos hecho.

Tenemos Repsol y Sacyr. Sacyr para nosotros es un caso también clásico de valor. Durante el proceso de reestructuración que ha habido, de ser una constructora a una concesionaria, y que ha ocurrido en los últimos ocho o nueve años, ha triplicado su valor.

