



# Ficha Mensual MUZA, FI

Marzo 2025

CITYWIRE  
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023  
EQUITY - EUROPE  
MUZA GESTION DE ACTIVOS





## Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una bajada en **Marzo** del **-0,22%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€17,836 por participación**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return\*, bajó en Marzo un **-3,84%**. La rentabilidad a cierre del primer trimestre ascendió al **6,52%**.

Desde su **inicio** (junio de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+78,4%** y una rentabilidad anualizada del **+10,5%**, frente al **+58,8%** y al **+8,3%**, respectivamente, del índice de referencia.

## Principales contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
BEFESA SA	0,58%	ATALAYA	(0,85%)
INDRA	0,57%	MERCEDES	(0,43%)
ZEGONA	0,28%	SACYR SA	(0,25%)
ELECNOR	0,22%	QUALITAS	(0,24%)
AZKOYEN	0,21%	ENCE	(0,24%)

## Rotación de posiciones

El resumen de movimientos en Marzo ha sido el

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
ZEGONA	NICOLAS CORREA	OHLA	ELECNOR
	INDRA		ARCELOR
			ACERINOX
			FAIRFAX

\*incluye dividendos

## Liquidez

La liquidez del fondo se sitúa en el **2,2%**.

Actualmente, estamos invertidos en **35 compañías**. Las **20 inversiones** primeras inversiones representan más del **80%** del patrimonio del fondo.

## Resumen del primer trimestre

Hemos cerrado un primer trimestre del año 2025 con una razonable evolución de nuestras inversiones que nos permitieron alcanzar una rentabilidad ligeramente inferior al **7%**.

A lo largo de este primer trimestre hemos vuelto a invertir en Indra y también hemos invertido por primera vez en Zegona que es el fondo que posee los activos de Vodafone España. Adicionalmente hemos seguido aumentando inversiones en Nicolas Correa, Cie Automotive, Befesa y Mercedes Benz.

En cuanto a desinversiones del trimestre, terminamos de desinvertir en OHLA (sólo mantenemos inversión en el Bono) y hemos rebajado algo nuestro nivel de inversión en Acerinox, Arcelor Mittal y Elecnor.

**Entorno de mercados y expectativas**

Dadas las circunstancias en las que se encuentra el mercado actualmente, vamos a intentar, en la medida de lo posible centrar nuestros comentarios en todo el contexto de "Guerra Arancelaria" iniciado por EE.UU.

Una serie de consideraciones iniciales como siempre. La primera y más evidente, Estados Unidos (Trump) ha provocado esta situación de manera voluntaria, es decir este es un proceso en el que, sobre el papel, se están auto-infringiendo tensión y penalizaciones a corto plazo porque esperan obtener a cambio unas mejores condiciones comerciales a medio y largo plazo.

Hace cierto tiempo que no asistíamos a un desconcierto y desorden comercial como el que estamos viviendo actualmente, se ha dinamitado el "statu quo" comercial vigente desde hace décadas, lo que ha generado, entre otras cosas, unos fortísimos episodios de volatilidad y correcciones en los mercados.

Los fuertes movimientos de acciones y bonos aunque posiblemente han superado las peores expectativas de la administración Trump (sabían que tendrían que sufrir su "propia medicina"), han cumplido al menos con el primer objetivo de la guerra arancelaria, que no era otro que el de generar un marco necesario de negociación.

**Contexto arancelario en EEUU**

Para entender porque hemos llegado a donde

hemos llegado, quizás sea necesario dedicar un par de líneas a contextualizar el razonamiento que hay tras todo esto.

Mas allá de los compromisos electorales adquiridos por Trump, todo este movimiento tiene como marea de fondo a uno de los asesores mas "influyentes" de Trump, Peter Navarro (Asistente del Presidente y Director del "Office of Trade and Manufacturing Policy).

Navarro ha sido siempre muy crítico con la Organización Mundial del Comercio (ha escrito varios libros sobre este tema) y entre otras muchas cosas, argumenta que a EE.UU. nunca le han dejado negociar condiciones justas.

Argumenta además que no solo son injustas las normas arancelarias como la MFN (Most Favoured nation Rule), sino que además existen barreras no arancelarias como: Manipulación de divisas, distorsiones del impuesto al valor añadido, dumping, subvenciones a la exportación, empresas estatales, robo de propiedad intelectual, cuotas y países con bajas regulaciones de contaminación.

Todo lo anterior, según Navarro, ha llevado a EEUU a tener un desequilibrio de balanza comercial cercano a 1 trillón de dólares anuales.

Todo esto ocurre, y es clave recordarlo, en un contexto muy elevado de deuda pública, que no sólo no decrece, sino que se incrementa a tasas elevadas todos los años debido a un alto déficit fiscal.



Recordemos algunas cifras macro de EE.UU. brevemente:

- El déficit fiscal estadounidense se situó en 2024 en el entorno del 6,5% (una cifra cercana a los 1,8 trillones americanos).
- El déficit comercial de EEUU se acercó en 2024 a un 1 trillón de dólares, con unas exportaciones de 3,2 trillones y unas importaciones de 4,1 trillones.
- El endeudamiento público sobre el PIB en EEUU ha pasado del 95,5% en el 2014 al 124% en el 2024 (+30% o casi 19 trillones de dólares). Esto ha hecho que la carga de intereses sobre el PIB se haya más que duplicado en este mismo periodo pasando del 1,4% a más del 3% (hasta cerca de 1 trillón de dólares), cifra superior al gasto en defensa de EEUU.

Un país con déficit comercial recurrente al que se une un elevado déficit fiscal acaba siendo muy dependiente del capital extranjero porque ambos déficits hay que financiarlos.

EE.UU., ha podido mantener esta situación porque tiene una moneda de reserva mundial, lo que siempre planteaba una pregunta de fondo ¿hasta cuando podría seguir así?.

Si miramos con un poco de perspectiva, toda esta **guerra arancelaria** surge en gran parte como consecuencia de un problema mayor. Lo que aquí se pretende corregir no es solo la falta de equilibrio comercial, sino un problema de crecimiento del endeudamiento insostenible.

El persistente déficit comercial de EE.UU. con China (y con otros países) significa que EE.UU. importa más de lo que exporta. Este déficit forma parte del déficit por cuenta corriente, que refleja una salida neta de capitales. Para compensar esa salida, EE.UU. necesita atraer capital del exterior, lo que se traduce en la emisión de deuda estadounidense comprada por extranjeros, como China.

Durante años, China ha reciclado sus superávits comerciales comprando activos financieros estadounidenses, sobre todo bonos del Tesoro. Esta estrategia tenía dos funciones clave para China:

- Mantener el yuan competitivo (interviniendo en el mercado de divisas).
- Asegurar su posición como acreedor del mayor mercado consumidor del mundo.

Así, el déficit comercial con China ha facilitado, indirectamente, la expansión del endeudamiento público en EE.UU., porque China ha sido un comprador estructural de esa deuda. En otras palabras, el exceso de importaciones (financiadas por deuda) ha sido financiado por los mismos exportadores, cerrando el círculo.

EE.UU. ha estado ejerciendo su papel de “consumidor” y China ha sido por contra su “productor” durante estos últimos 20 años, llevando al primero a endeudarse y al segundo a actuar como acreedor, y esta realidad se hace cada vez más insostenible.





Esto además representa un riesgo geopolítico importante para EEUU, ya que China puede presionar, en caso de conflicto, vendiendo una parte significativa de su deuda, una posibilidad que estas últimas horas casualmente, se ha estado rumorando bastante (China que actualmente tiene más de 750 billones de deuda Americana).

Esta situación de países consumidores versus países productores tiene además una segunda derivada geoestratégica y de seguridad de suministro importante, y es que los países consumidores han deslocalizado y cerrado a lo largo de estos últimos 20 años, muchas de sus capacidades manufactureras (ya vimos la enorme dependencia de las importaciones tanto en EEUU como en Europa durante el Covid), y carecen hoy en día de la industria y de la mano de obra suficiente para producir internamente muchos productos esenciales.

#### **Y ahora que....**

Cómo y en qué medida se podrá negociar, y cuál será el nuevo equilibrio comercial entre Estados Unidos, Europa y, especialmente, China, es en estos momentos francamente difícil de prever. Dicho esto, debemos asumir que nos encontramos ante el inicio de una nueva etapa con reglas renovadas para el comercio mundial. Trump dispone sobre el papel, de un tiempo

limitado para implementar sus promesas electorales.

A finales del 2026 hay elecciones al senado y eventualmente se podría encontrar, como le ocurrió en su último mandato, con dificultades para poder sacar adelante sus planes si la situación no se encauza debidamente, de ahí probablemente las prisas en poner en marcha todas estas medidas.

Por otro lado, toda esta incertidumbre comercial, tiene implicaciones a corto y medio plazo sensibles, la primera y más evidente, la caída de los mercados que probablemente haya sido una de las razones tras la tregua tarifaria anunciada hace pocas horas (excepto con China, que casualmente está en el núcleo del problema que quiere revertir Trump).

Esta debilidad de los mercados no hace sino debilitar aun más unos datos actividad económica y confianza de empresas y consumidores que ya habían mostrado síntomas de fatiga antes de que se iniciara toda la guerra arancelaria en EEUU. Es muy previsible pensar que todo este entorno de incertidumbre comercial va a causar, en la medida que se prolongue en el tiempo, una muy probable ralentización económica a nivel global.

¿Qué necesidad tenía la Administración Trump de embarcarse en este episodio auto-infringido de tensión geopolítica?, sobre el papel ninguna, pero la realidad es probablemente bien distinta.



La guerra arancelaria iniciada por EE.UU. no es simplemente un intento de renegociar tratados comerciales; es una respuesta —agresiva pero estratégica— a un desequilibrio macroeconómico de fondo que amenaza con volverse insostenible.

El binomio de déficit fiscal y comercial recurrente ha convertido a EE.UU. en una economía dependiente del ahorro externo, con un nivel de deuda que, en términos relativos y absolutos es cada vez menos asumible. En definitiva, lo que está en juego no es solo una disputa comercial, sino la sostenibilidad del propio modelo económico estadounidense y su papel como potencia dominante en un nuevo orden mundial.

#### **Los mercados...**

Llegados a este punto, es siempre un ejercicio complicado pretender entender cual va a ser el comportamiento de los mercados y de nuestras inversiones a corto plazo. Nuestra filosofía, como casi siempre, es la de mantener una visión a largo plazo y no dejarse llevar por los acontecimientos del corto plazo, máxime, cuando hay muy poca visibilidad aun sobre los efectos y consecuencias que todo esto a tener en la economía y en nuestras empresas.

La prueba más evidente del porqué no tomar decisiones precipitadas la hemos tenido desde el anuncio del “liberation day”. En menos de 7 días, hemos asistido a fuertes bajadas y subidas como respuesta a los diversos anuncios de arranque y

parada de aranceles.

Vamos a seguir asistiendo aun a muchos eventos que probablemente sigan generando volatilidad y nerviosismo (previsiblemente hasta que se vayan asentando y cerrando las negociaciones comerciales)

Vamos muy posiblemente a asistir también a una ralentización de la economía como consecuencia de la incertidumbre reinante en estos momentos. Hasta ahora las correcciones de valor mas sensibles las han tenido aquellos sectores y compañías que habían tenido un comportamiento más “exagerado en valoración”.

Toda esta situación debería ir reposando en un territorio más pragmático en cuanto a las cesiones y acuerdos que se tengan que establecer entre Europa y EE.UU siendo aun la gran incógnita China.

La deslocalización de capacidades manufactureras ha debilitado la base productiva tanto de EE.UU. como de Europa, revelando vulnerabilidades estratégicas y de seguridad, que fueron especialmente evidentes durante el colapso logístico de la pandemia.

No es viable a corto plazo la pretendida “relocalización industrial” en EEUU, como tampoco lo sería en Europa. Cualquier plan, pasa ineludiblemente, por estrategias de muy largo plazo y requiere una gran cantidad de inversión en bienes de equipo y capital humano.



En última instancia, tanto las potencias desarrolladas como los grandes exportadores emergentes están condenados a entenderse, incluso en el contexto de una guerra tarifaria, porque la repatriación o relocalización industrial —y más aún un proceso de desglobalización estructural— requerirá inevitablemente periodos de transición muy largos.

Sin estos tiempos de adaptación, corres el riesgo de provocar disrupciones severas en las cadenas de suministro, cuellos de botella inflacionarios y una fragmentación comercial que afectaría negativamente al comercio global en su conjunto. En otras palabras, la interdependencia es aún demasiado profunda como para permitir rupturas bruscas sin consecuencias económicas significativas.

A pesar del giro hacia políticas de de-risking por parte de la Unión Europea —centradas en reducir dependencias críticas sin romper relaciones comerciales— y de la política industrial estadounidense orientada al fortalecimiento de sectores estratégicos la cooperación multilateral sigue siendo absolutamente necesaria.

#### **Conclusiones...**

Por todo lo anterior, consideramos que los entornos en los que actualmente operan nuestras empresas, si bien podrían verse afectados en el futuro por los cambios derivados del nuevo marco de acuerdos comerciales y del proceso de repatriación industrial, lo harán de

forma paulatina y en horizontes temporales prolongados.

La magnitud de los ajustes necesarios en las cadenas de suministro, las capacidades productivas y los marcos regulatorios implica que estamos ante una transición estructural de largo recorrido, más que ante una disrupción inmediata. En este contexto, las empresas seguirán operando en un entorno de interdependencia global durante muchos años, aunque bajo reglas gradualmente diferentes.

Muchas gracias.

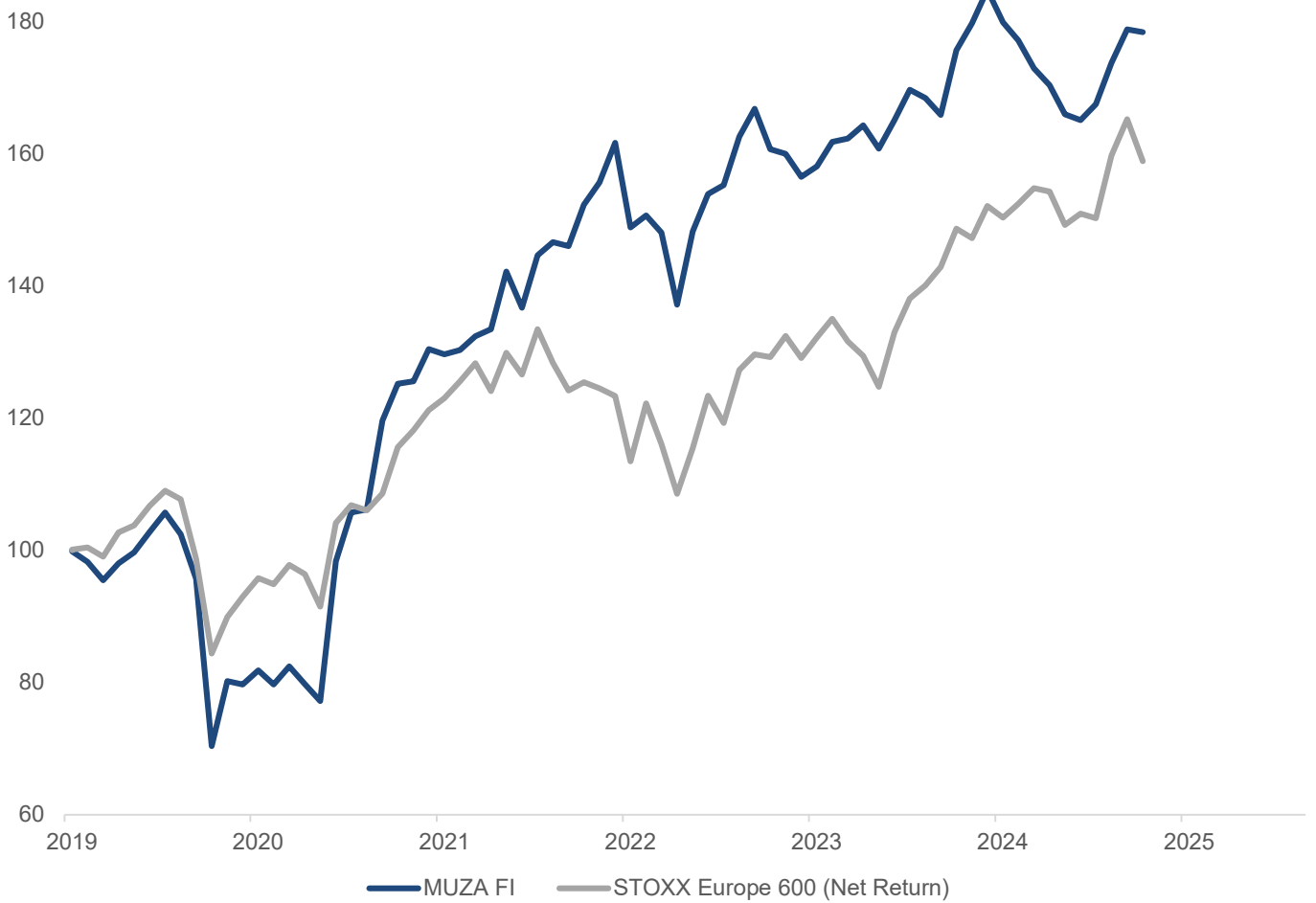


MUZA, FI

Carta trimestral, 31 de Marzo de 2025

## Rentabilidad histórica

Evolución del VL desde inicio hasta 31/03/2025



	MUZA FI	STOXX
Rentabilidad acumulada	78,4%	58,8%
Rentabilidad anualizada	10,5%	8,3%

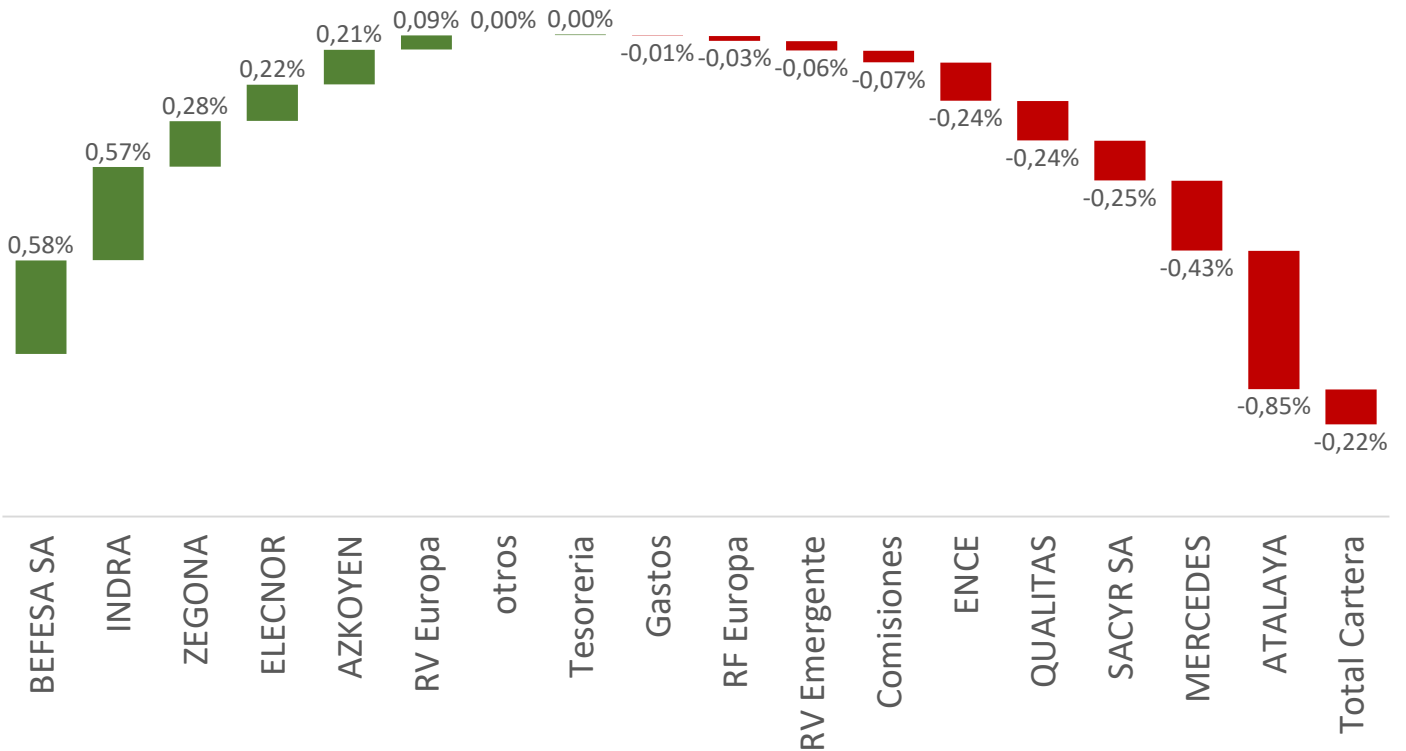
## Rentabilidad mensual y anual

AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	MUZA FI	STOXX
2019						(0,19%)	(1,58%)	(2,85%)	2,70%	1,71%	3,07%	2,85%	5,68%	8,98%
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%	(1,99%)
2021	0,45%	12,68%	4,63%	0,32%	3,86%	(0,59%)	0,48%	1,62%	0,82%	6,51%	(3,86%)	5,81%	36,81%	24,91%
2022	1,39%	(0,42%)	4,31%	2,21%	3,83%	(7,90%)	1,21%	(1,74%)	(7,36%)	8,08%	3,83%	0,87%	7,35%	(10,64%)
2023	4,71%	2,60%	(3,67%)	(0,43%)	(2,19%)	1,02%	2,35%	0,32%	1,23%	(2,14%)	2,67%	2,78%	9,28%	15,81%
2024	(0,73%)	(1,52%)	5,90%	2,32%	2,83%	(2,68%)	(1,52%)	(2,38%)	(1,48%)	(2,59%)	(0,52%)	1,45%	(1,28%)	8,78%
2025	3,73%	2,91%	(0,22%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,52%	5,77%

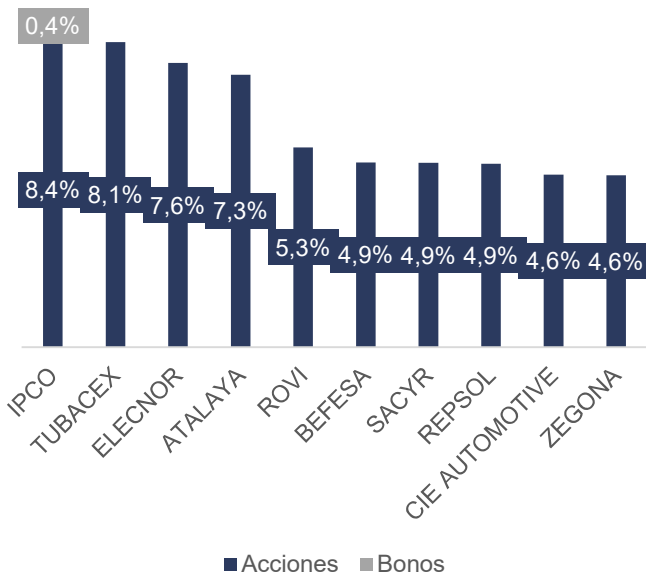


Atribución de resultados

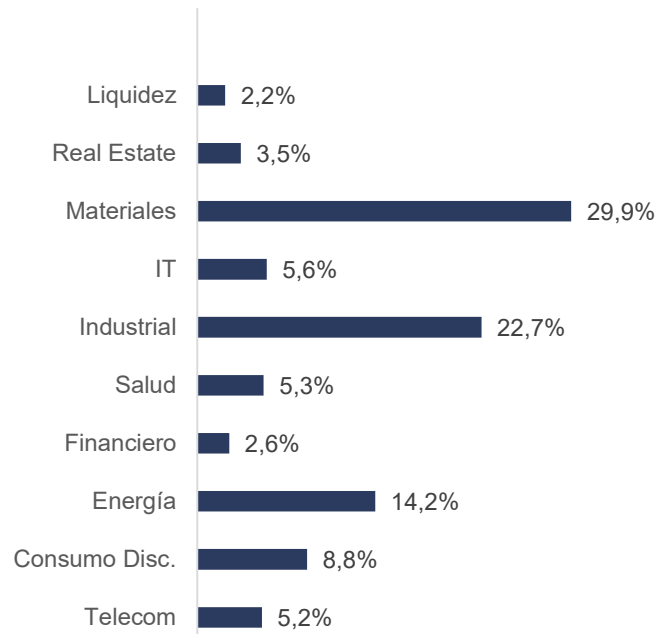
Marzo 2025



Principales posiciones



Distribución sectorial





## INFORMACIÓN GENERAL

**Vehículo:** MUZA, FI

**Fecha Inicio:** 21/06/2019

**Patrimonio:** €22,514 millones

**Valor Liquidativo a 31/03/2025:** €17,836

**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, SGIC, S.A.

**Gestor:** Luis Urquijo

**Entidad Depositaria:** Caceis Bank Spain, S.A.

**Auditor:** PwC

**Com. Gestión:** 1,00% s/Patrimonio

**Com. Depositaria:** 0,05% 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, SGIC. 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 constituye "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.*



# MUZA

MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIC SA

## INFORMACIÓN DE CONTACTO

[www.muzagestion.com](http://www.muzagestion.com)

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

[info@muzagestion.com](mailto:info@muzagestion.com)

**CITYWIRE**  
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023  
**EQUITY - EUROPE**  
MUZA GESTION DE ACTIVOS

