



# Ficha Mensual MUZA, FI

Junio 2025

CITYWIRE  
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023  
EQUITY - EUROPE  
MUZA GESTION DE ACTIVOS





### Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una subida en **Junio del 2,55%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€19,786 por participación**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return\*, bajó en Junio un 1,22%.

La rentabilidad del fondo de lo que va de año se sitúa en un **18,16%** frente al 8,78% del índice.

Desde su **inicio** (junio de 2019), el **fondo** ha generado una rentabilidad acumulada del **+97,9%** lo que implica una rentabilidad anualizada del **+12%**, frente al +63,4% y al +8,5%, respectivamente, del índice de referencia.

### Principales contribuidores y detractores

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

| Contribuidores |       | Detractores    |        |
|----------------|-------|----------------|--------|
| IPCO           | 0,80% | MERCEDES BENZ  | -0,21% |
| TUBACEX        | 0,52% | QUALITAS       | -0,14% |
| ELECNR         | 0,42% | NICOLAS CORREA | -0,09% |
| AZKOYEN        | 0,26% | SACYR          | -0,07% |
| INMOB DEL SUR  | 0,26% | AC ALANTRA     | -0,03% |

### Rotación de posiciones

El resumen de movimientos en Junio ha sido el siguiente:

| Entrada | Aumento        | Salida | Reducción |
|---------|----------------|--------|-----------|
|         | ATALAYA MINING |        | ELECNR    |

\*incluye dividendos

### Liquidez y Concentración

La liquidez del fondo se sitúa en el 5,5%.

Actualmente, estamos invertidos en **31 compañías**. Las 10 primeras inversiones representan más del 60% del patrimonio del fondo.

### Resumen del primer semestre

Hemos cerrado un primer semestre del año 2025 con una razonable evolución de nuestras inversiones que nos permitieron alcanzar una rentabilidad cercana al 19%.

A lo largo del semestre hemos iniciado inversiones en Nicolas Correa, Indra y Zegona. Hemos asimismo desinvertido totalmente en Global Dominion, Fairfax India, Nabaltec y Navigator.

### Entorno de mercado

El primer semestre de 2025 ha estado marcado por una elevada volatilidad, influida principalmente por la escalada arancelaria de Estados Unidos y las tensiones en Oriente Medio. La imposición de nuevos aranceles en abril generó caídas significativas en los principales índices bursátiles, aunque la posterior pausa anunciada en julio ha permitido una recuperación general de los mercados. Paralelamente, el conflicto entre Israel e Irán impulsó temporalmente los precios del petróleo. En Europa, el refuerzo de la demanda de equipamiento militar contribuyó a un repunte de hasta un 70 % en los valores del sector defensa durante el semestre.



Destacar también el débil comportamiento del dólar estadounidense que ha perdido más de un 10% frente al euro en estos 6 primeros meses del año.

El S&P 500 registró una subida acumulada del 5,5 % en el primer semestre (rentabilidad negativa si se ajusta en Euros), alcanzando nuevos máximos históricos a finales de junio. El Euro Stoxx 600 subió un +6,6 % en el mismo periodo (8,8% incluyendo dividendos).

Durante todo este primer semestre, se ha registrado un cambio significativo en los flujos de inversión desde Estados Unidos hacia Europa, especialmente en productos de renta variable como ETF y fondos pasivos. Este movimiento ha estado probablemente motivado por un lado por la volatilidad en los mercados estadounidenses, la incertidumbre política y fiscal y por la búsqueda de mejores valoraciones en Europa.

Los fondos europeos captaron 161.000 millones de euros, con los fondos de renta variable manteniendo cinco trimestres consecutivos de entradas netas. Los fondos pasivos representaron el 70% de los flujos netos en el segmento de renta variable europea durante el primer trimestre de 2025.

El flujo total de entrada de fondos de inversión y ETF hacia Europa alcanzó los 82.000 millones de dólares, mientras que en EE.UU. se registraron salidas por más de 93.000 millones de dólares en el mismo periodo.

## **Política Monetaria y Tipos de Interés**

La Reserva Federal de EE.UU. mantuvo los tipos de interés en el rango del 4,25–4,50 % durante el segundo trimestre, denotando aun cautela ante la persistencia de presiones inflacionarias y la incertidumbre generada por la guerra arancelaria. La inflación en EE.UU. se situó en el 2,2 % en abril y 2,3 % en mayo (subyacente en 2,8 %), por encima del objetivo del 2 %. La persistencia de la inflación subyacente refuerza la cautela de la Fed razón por la cual el mercado anticipa un máximo de dos recortes en 2025.

Por su parte, el Banco Central Europeo continuó su ciclo de recortes, bajando los tipos de interés en 25 puntos básicos en junio, situando la tasa de depósito en el 2 %. Este es el octavo recorte consecutivo, apoyado en unos datos de inflación general y subyacente bastante controlados (la apreciación del euro frente al dólar, de mantenerse en estos niveles, debería repercutir favorablemente en los datos de inflación de los próximos meses)

## **Trasfondo de la Guerra Arancelaria**

Como mencionamos anteriormente, el primer semestre del año se ha caracterizado por episodios de volatilidad provocados por la escalada arancelaria entre Estados Unidos y las principales economías desarrolladas. El anuncio de una pausa, extendida recientemente unas semanas más ha aportado una calma temporal a los mercados.



Sin embargo, la incertidumbre persiste y la prolongación de toda esta negociación indudablemente genera parálisis en numerosos ámbitos de la economía. Las empresas se ven obligadas a paralizar proyectos, inversiones y pedidos ante la falta de visibilidad de cómo se van a ver afectados los precios de infinidad de productos, lo que se traduce en una ralentización de la actividad económica.

Es complicado hablar de las consecuencias que todo este nuevo marco tarifario, que aún está por decidir va a tener en las empresas en las que estamos invertidos. Cualquier ejercicio de previsión por nuestra parte, va a ser en el mejor de los casos, muy voluntarista.

El único análisis racional que se puede hacer es el de intentar comprender cual es el objetivo final de esta “guerra tarifaria” y si esta tiene visos de durar en el tiempo. Honestamente, más allá de que EEUU este buscando neutralizar prácticas comerciales a su entender desleales, el objetivo real sigue siendo, al menos para nosotros, una incógnita que sólo tiene respuesta en el ámbito “estrictamente recaudatorio”.

¿Por qué pensamos esto? grabar más las importaciones de todo producto que entre en EEUU tiene dos efectos fundamentales:

- Primero: reducir el déficit comercial a costa de que el consumidor americano compre más producto local forzando a medio plazo una mayor repatriación capacidad manufacturera.
- Segundo: Lograr unos mayores ingresos vía

aranceles para el Estado.

Intentar reducir el déficit comercial es legítimo pero este déficit no se produce por capricho de los consumidores americanos, es un tema evolutivo que tiene su raíz en la propia riqueza del país. Todo estado que supera un cierto nivel de renta per cápita, tiende a deslocalizar manufactura hacia otros países que tienen menor renta per cápita, primero porque la mano de obra en destino es más barata y segundo porque los trabajos manufactureros son en general más duros y exigentes y los trabajadores de los países desarrollados rehúyen de esos trabajos. Y esta evolución natural (que ha tenido una inercia de muchas décadas) no se puede revertir en dos días a golpe de tarifas.

La “repatriación manufacturera”, requeriría entre otras cosas, unas políticas de inmigración muy activas que permita gran afluencia de mano de obra (proveniente de países menos desarrollados) que esté dispuesta a cubrir esos puestos de trabajo (asumiendo evidentemente que esa mano de obra este formada y preparada para asumir esos roles), y esto en el mejor de los casos requiere “mucho tiempo” como hemos dicho antes.

Mas allá de la problemática laboral , decíamos además en nuestra anterior carta trimestral (marzo) que *“No es viable a corto plazo la pretendida relocalización industrial en EEUU (como tampoco lo sería en Europa)*





*porque cualquier acción en este sentido requiere de una gran cantidad de inversión en bienes de equipo, fábricas, logística etc., que requieren a su vez un fuerte compromiso por parte de las empresas para poder acometerlo."*

Es evidente, por tanto, que la repatriación manufacturera requiere muchos años y que EEUU no puede "exigir" que todo el mundo fabrique "en casa" de la noche a la mañana, es simplemente inviable. Sabiendo que los primeros que conocen esta realidad es la propia administración americana, uno podría asumir entonces, que el gran objetivo a corto plazo de la guerra arancelaria es fundamentalmente "impositivo".

EE.UU importa al año bienes por valor de casi 4 trillones de dólares, cualquier variación de las tasas arancelarias tiene un impacto sensible en la recaudación final vía aranceles. En los primeros 9 meses del año fiscal 2025 (que arrancó en septiembre del 2025) , los aranceles

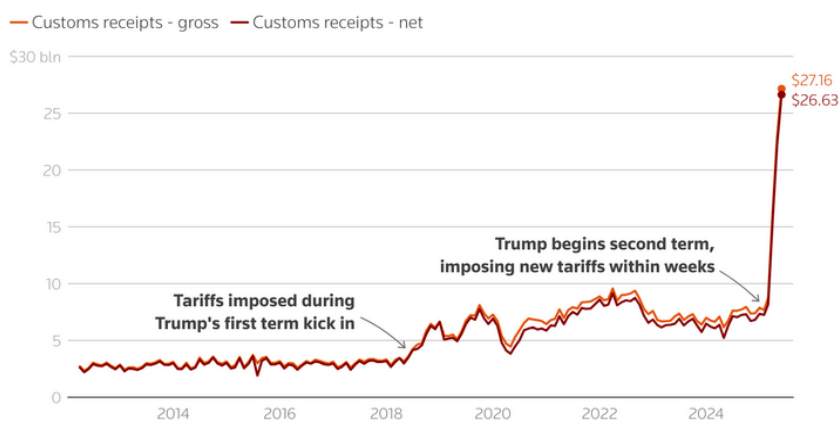
aportaron unos ingresos de \$108 billones, lo que significa haber cuasi doblado los ingresos del año 2024 a 9 meses. Basado en estas cifras, las tarifas arancelarias se han convertido ya a día de hoy, en la tercera mayor fuente de ingresos del presupuesto federal por detrás de los impuestos a personas físicas y a corporaciones.

El secretario del Tesoro Americano, Scott Bessent comentó hace unos días que los ingresos por tarifas podrían incrementarse en los próximos meses hacia cifras superiores a los 300.000 millones de dólares en el conjunto del año 25.

En el discurso político actual, se ha popularizado la narrativa de que Estados Unidos sufre una profunda falta de equidad en el comercio internacional. Este relato, que resalta las relaciones tarifarias asimétricas—particularmente con China—resulta sumamente eficaz para movilizar apoyo interno y justificar medidas proteccionistas.

Monthly U.S. tariffs revenue

Federal revenue from tariffs has surged since President Donald Trump imposed a barrage of import taxes. Customs receipts set a record again in June.



Note: Monthly totals in billions of U.S. dollars; net receipts are after refunds.  
Shows US tariff revenues



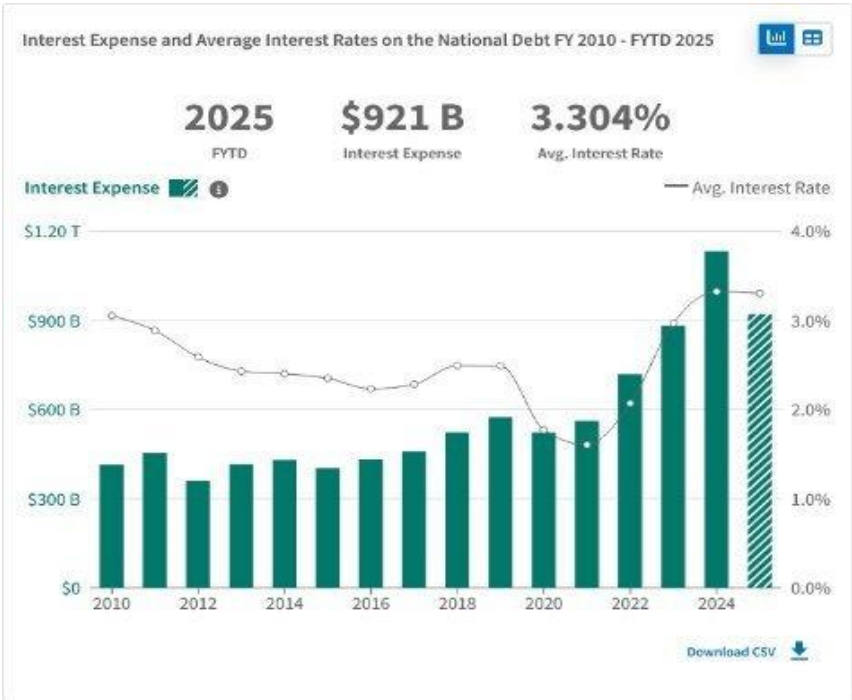
Sin embargo, más allá de la retórica sobre la justicia comercial, no debemos perder de vista el trasfondo real de estas disputas: una clara necesidad recaudatoria.

En esencia, el endurecimiento de la política arancelaria no solo responde a desequilibrios comerciales, sino que encubre la necesidad de incrementar los ingresos fiscales mediante impuestos indirectos (subir impuestos directos y recortar beneficios, son soluciones políticamente tóxicas y por ello no se abordan). Así, el verdadero impacto de estas batallas comerciales recae sobre los consumidores y empresas estadounidenses, que terminan asumiendo mayores costes por los bienes importados desde terceros países.

La subida de aranceles se traduce en precios más altos y, en última instancia, en una mayor carga tributaria en cierta medida “disfrazada de defensa del interés nacional”.

Ahora bien, a medio plazo, la combinación de aranceles elevados y la debilidad del dólar, no harán más que “importar”—nunca mejor dicho— mayores presiones inflacionistas. El encarecimiento de los productos importados, sumado a la depreciación de la moneda, incrementa los precios internos y a nuestro modo de ver, podría dificultar posibles bajadas los tipos de interés (algo que la administración Trump está buscando desde hace tiempo). De hecho, uno de los grandes escollos del déficit actual se encuentra en la enorme carga de intereses que EE.UU. tiene que afrontar todos los años debido al crecimiento y al encarecimiento de su deuda pública.

En los últimos 4 años, Estados Unidos ha incrementado su factura de intereses de la deuda en casi 400.000 millones hasta una cifra cercana al trillón de dólares





## Algunas conclusiones...

Dada la necesidad que tiene EE.UU de cubrir las distintas causas de su déficit presupuestario, nos parece prudente asumir que este nuevo marco tarifario (el que finalmente vayamos a tener), va a estar aquí para quedarse una larga temporada. Si estamos en lo cierto, en un contexto de aranceles elevados y generalizados, muchas empresas se verán obligadas a reevaluar sus estrategias de producción y suministro.

La decisión de mantener la producción fuera, asumiendo los costes adicionales derivados de los aranceles, o trasladar la producción a los mercados locales dependerá de una combinación de factores, entre ellos, valorar si la producción local sigue siendo considerablemente más cara debido a los altos costes locales, caso en el que podría ser más rentable continuar importando.

Sin embargo, si los aranceles elevan el precio de los productos importados hasta igualar o superar el coste local, las compañías podrían tender a relocalizar sus operaciones. Otro factor determinante es la capacidad y calidad de la infraestructura industrial y de la mano de obra en los mercados locales; solo en aquellos países con sectores productivos desarrollados y suficientes recursos humanos cualificados será viable un traslado de producción.

La elasticidad de la demanda también influirá: si los consumidores son muy sensibles a las subidas de precios, las empresas deberán priorizar la

opción que les permita mantener su competitividad.

Además, consideraciones como la rapidez en los plazos de entrega, la sostenibilidad y la percepción de cercanía al cliente pueden otorgar ventajas adicionales a la producción local.

En cualquier caso, la transición no es inmediata: los cambios en la cadena de suministro requieren tiempo, inversión y una visión a largo plazo sobre la permanencia o no de las medidas arancelarias y con la geopolítica que nos rodea hoy en día, mucho nos tememos que estos pasos van a ser lentos.

Es pronto como hemos dicho antes para poder valorar el impacto que esta nueva realidad tarifaria va a tener en muchas de las compañías donde invertimos, pero evidentemente es un ejercicio al que muy probablemente nos vamos a tener que enfrentar.

Muchas gracias

---





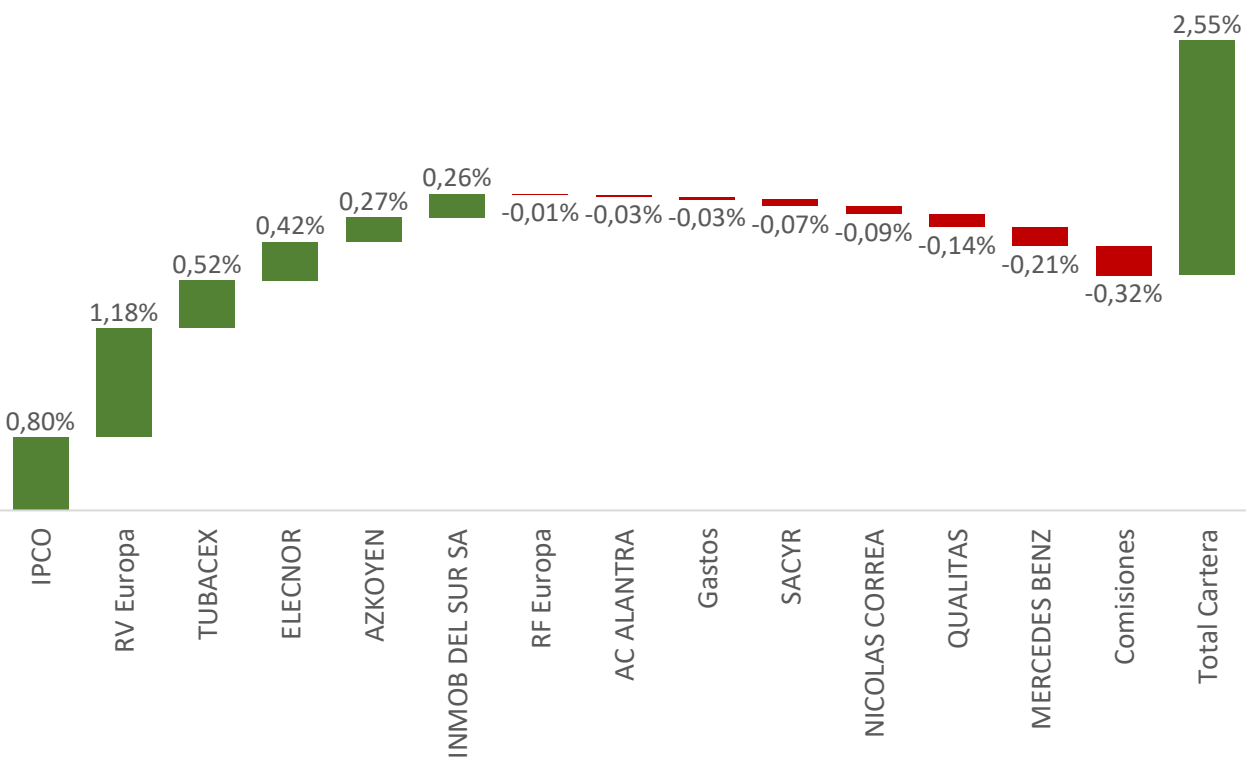


MUZA, FI

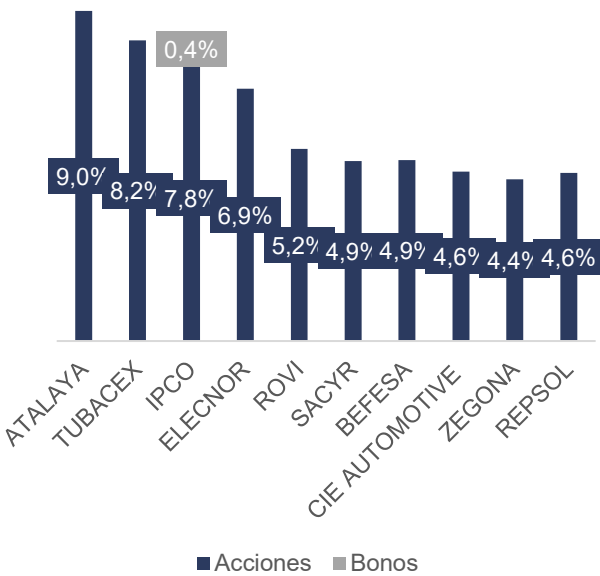
Carta trimestral, 30 de Junio de 2025

Atribución de resultados

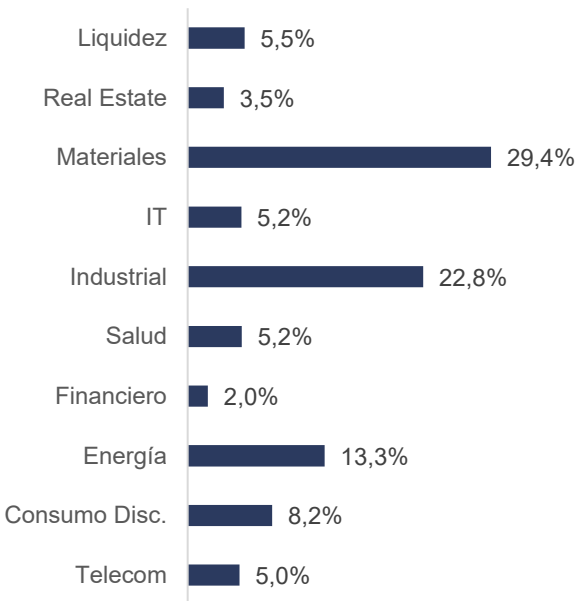
Junio 2025



Principales posiciones



Distribución sectorial





## INFORMACIÓN GENERAL

**Vehículo:** MUZA, FI

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

**Patrimonio:** €24,195 millones

**Valor Liquidativo a 30/06/2025:** €19,786

**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, SGIIC, 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, 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 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.*



## 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

