



Carta Trimestral La Muza Inversiones, SICAV

Septiembre 2025

CITYWIRE
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023
EQUITY - EUROPE
MUZA GESTION DE ACTIVOS





Rentabilidad de la cartera

La Muza Inversiones SICAV registró una subida en el mes de Septiembre del **1,78%**, cerrando el mes con un valor liquidativo de **€74,644 por acción**. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, subió en Septiembre un 1,52%.

La rentabilidad acumulada en lo que va de año se sitúa en un **30,53%** frente al 12,55% del índice.

Desde su inicio (marzo de 1999), la SICAV ha generado una rentabilidad acumulada del **+1.144,1%** lo que implica una rentabilidad anualizada del **+10%**, frente al +274,6% y +5,1%, respectivamente, del índice de referencia.

Contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
ATALAYA	1,63%	IPCO	-0,85%
ELECNOR	0,53%	TUBACEX	-0,26%
REPSOL S.A.	0,36%	SINGULAR PEOPLE	-0,24%
INDRA	0,32%	NICOLAS CORREA	-0,11%
ZEGONA	0,29%	CIE	-0,06%

Rotación de posiciones

El resumen de movimientos en Septiembre es el siguiente:

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
			REPSOL
			ELECNOR
			INDRA

Liquidez y concentración

La liquidez de la SICAV se sitúa en el 5,20%.

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

Visión sobre nuestras inversiones y el mercado...

En estos primeros 9 meses del año 2025 la evolución de nuestro valor liquidativo ha sido sensiblemente positiva. Muchas de nuestras inversiones, como veremos mas adelante, se han comportado especialmente bien a lo que se ha sumado un contexto de mercados de renta variable muy complacientes.

Siempre decimos que la rentabilidad de nuestras inversiones es por naturaleza poco lineal e internamente solemos dar poca importancia a la evolución a corto plazo de nuestro valor liquidativo. La cristalización de valor suele estar alejada en el tiempo del momento en el que realizamos la inversión (sería muy difícil sino capturarlo), obligándonos a “anticipar la anticipación” de los mercados, y eso requiere en muchos casos, estar invertido varios años antes de que las inversiones produzcan frutos palpables. Por todo lo anterior, nos parece mucho más apropiada, como unidad de medida, utilizar periodos de análisis de rentabilidad de entre 3 y 5 años.



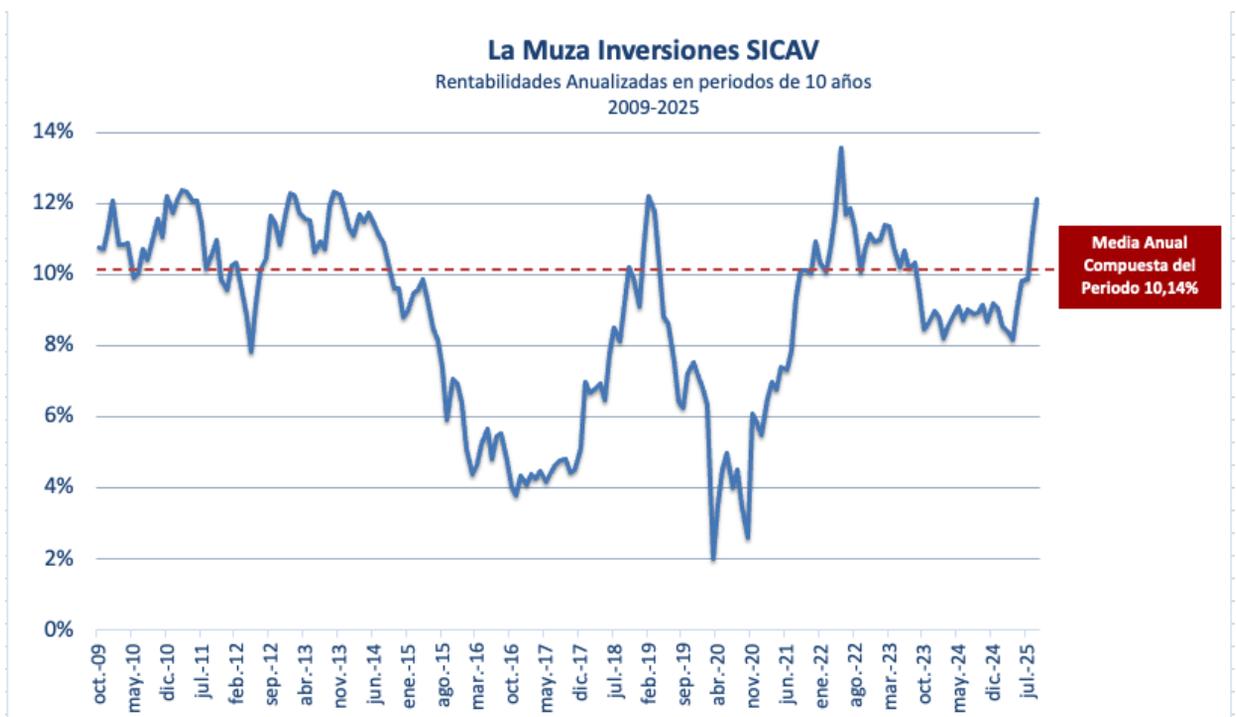
LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Carta Trimestral, 30 de Septiembre de 2025

Atendiendo a este criterio, en estos momentos alcanzamos rentabilidades anualizadas compuestas a 5 años superiores al 23% (medidas desde septiembre del 2020 a septiembre 2025), muy distorsionadas al alza por lo bajo que estaba nuestro valor liquidativo en 2020 debido a la pandemia. Si ajustamos el efecto pandemia del 2020, las rentabilidades actuales, se situarían en el entorno del 16,9% anual compuesto a 5 años (12% a 10 años), lo que implica estar, holgadamente por encima de nuestra media histórica del 10% a 10 años (grafico inferior).

El año 2025 esta siendo, en cierta medida, el “culpable”, de este mejor rendimiento anualizado ya que han confluído y madurado algunas de nuestras principales inversiones, entre otras, Zegona (+100% en el año), Indra (+100%), Atalaya (+83%) o Elecnor (+60%).

¿Porqué arrancar esta carta haciendo mención a nuestra rentabilidad compuesta?. Sin ánimo de sonar excesivamente simplistas, y descartando el hecho de que quizás hayamos tenido un porcentaje de acierto mayor en nuestras inversiones que en periodos anteriores, cuando históricamente nos hemos ido por encima de nuestra media de rentabilidad (10%), es porque o bien el periodo previo venía arrastrando rentabilidades muy pobres (periodo post crisis financiera fue el más evidente), o bien nos encontrábamos en un momento de cierta euforia y/o complacencia de los mercados, lo que a la postre nos hacía volver a nuestra senda de rentabilidad media del 10% (grafico inferior). El retorno a tasas del 10% funciona para nosotros, como una especie de fuerza gravitatoria hacia la que tendemos a converger.





Cuánto de nuestro teórico exceso de rentabilidad actual proviene del alto nivel de complacencia de los mercados es difícil decirlo, pero creemos que estamos más cerca que lejos de lo que Howard Marks define como mercado exuberante: *“todo el mundo cree que los precios solo pueden seguir subiendo y se toma cada vez más riesgo. Es la fase de máxima euforia (exuberancia), donde la mayoría compra, los precios están inflados y el riesgo de corrección es muy elevado.”*

Este nivel de complacencia de los mercados de renta variable contrasta a su vez, con realidades macroeconómicas inciertas y por supuesto con tensiones geopolíticas que son siempre difíciles de anticipar.

Si nos centramos en algunas de las cuestiones macroeconómicas, para nosotros hay dos muy presentes, la primera es la aceptación de que la inflación no va a volver a tensionarse en los próximos meses y la segunda hace referencia al nivel de déficit fiscal y endeudamiento de algunas economías (EE. UU., Reino Unido, y Francia entre otras). En esta carta hablaremos

sólo de la inflación para no hacer excesivamente largo del contenido, dejamos el tema de los déficits y la deuda para la carta de final de año.

En EEUU, el dólar ha experimentado a lo largo del 2025 una devaluación sensible frente a otras monedas (superior al 10% en la mayoría de los casos), esta depreciación es una de las más pronunciadas desde los años 70. Al mismo tiempo, las tarifas medias a los bienes importados en EE.UU. han subido de menos del 2.5% al inicio de 2025 a entre un 10% y un 18% , convirtiéndose en el nivel más alto desde los años 30. El promedio efectivo de tarifas creemos se situará en torno al 10%.

Aunque es difícil anticipar cuanto van a influir la debilidad del dólar y las tarifas a los precios en los próximos meses, es difícil pensar que estos dos efectos no vayan a aumentar la presión de un IPC americano aun por encima del 3%.

Según la encuesta de gestores de inversiones de BoFA, estamos en un momento de clara divergencia entre expectativas de tipos al alza y expectativas de inflación al alza (grafico inferior).

Chart 9: Growing divergence between expectations for short-term rates and inflation

FMS net % expecting higher global CPI and net % expecting higher short-term rates



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH



Esta misma encuesta sigue poniendo en evidencia, que el mayor foco de riesgo de fondo para los mercados puede ser una segunda ola de inflación y la posible pérdida de independencia de la FED en materia de tipos de interés para hacer frente a esa realidad.

Un repunte de la inflación en EEUU haría muy difícil para la FED mantener su discurso de bajadas de tipos. Recordemos que el mercado esta asumiendo dos bajadas de aquí a final de año y probablemente alguna más a lo largo del 2026.

El actual escenario de tipos de interés a la baja, inflación “aparentemente” controlada y el fin del ruido sobre la guerra arancelaria, han llevado a los mercados a un nuevo estado de complacencia.

Entre otros muchos datos, el nivel de inversión en acciones de los hogares Americanos esta en máximos históricos, sobrepasando los picos experimentados antes de la Burbuja Tecnológica (1999) y la crisis financiera de 2007 (grafico inferior).

Chart 8: 'Second wave of inflation' seen as the biggest 'tail risk'

What do you consider the biggest 'tail risk'?

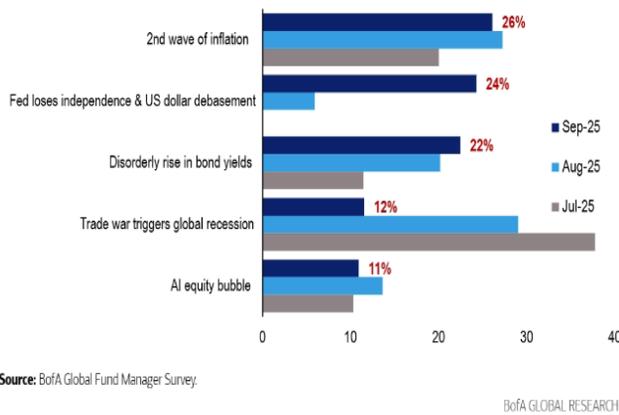
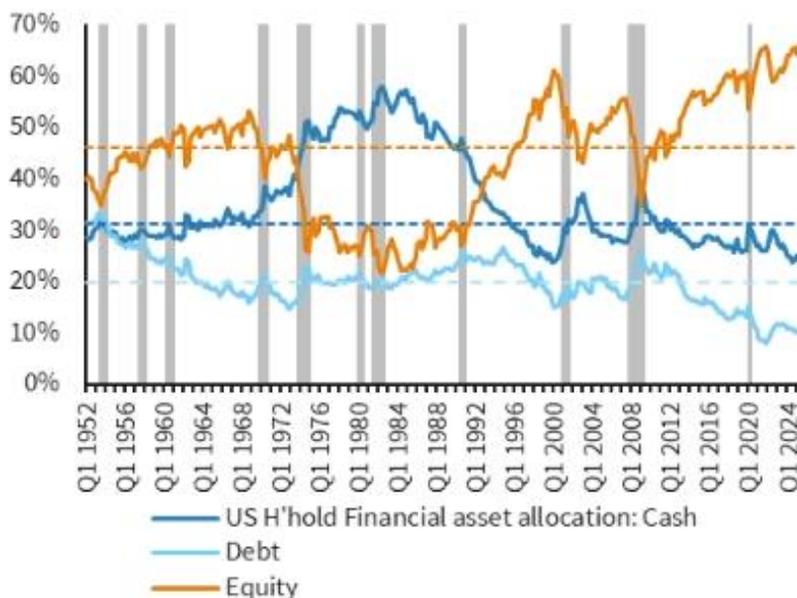


FIGURE 9. Household allocation to equities is at all-time highs





LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Carta Trimestral, 30 de Septiembre de 2025

Al mismo tiempo, la encuesta de Gestores de Inversiones en EEUU (elaborada por BoFA) indica un nivel récord de gestores que opinan que los mercados están “sobrevalorados”.



Protección...

En este contexto de renta variable con valoraciones en algunos casos elevadas, viniendo además en nuestro caso de rentabilidades anualizadas por encima de la media histórica y en previsión de que cualquier posible evento macro (inflación, déficits...) pueda volver a desencadenar episodios de volatilidad y/o correcciones en los mercados, nos ha parecido oportuno introducir en nuestros fondos un nivel mayor de protección sin por ello tener que renunciar al valor a largo plazo que creemos tener en nuestras compañías.

En este sentido, y teniendo muy presente que nuestra filosofía de estar permanentemente invertidos es inalterable, nos ha parecido un momento muy razonable (dada la baja volatilidad de los mercados) para ir comprando “puts” sobre el S&P500. A cierre de esta carta, teníamos en nuestros fondos “puts” por un valor

cercano a un tercio de nuestras inversiones, no descartando aumentar este importe mediante la compra adicional de puts sobre algún índice Europeo en las próximas semanas si la volatilidad permanece tan baja como hasta ahora.

Es importante recalcar que no es nuestra intención, ni mucho menos, el transmitir un mensaje preocupante ni pesimista ya que todas estas cuestiones que hemos mencionado sobre inflación, deuda pública, déficits fiscales y complacencia, más allá de los eventos geopolíticos que nos rodean, llevan conviviendo con los mercados mucho tiempo y por ende podrían seguir así mucho tiempo más sin por ello tener que generar ningún tipo de tensión grave.

Nuestra decisión se basa más bien en el hecho de que el “riesgo-beneficio” de invertir en este tipo de protección en estos momentos es muy atractivo por el “bajo coste” que tienen estas coberturas debido justamente al alto nivel de complacencia (baja volatilidad) de los mercados. Tener una mayor tranquilidad de aquí a mediados del año 2026 (que es cuando vencen estas puts), sin afectar nuestras inversiones de largo plazo, es una buena forma de hacer compatible la captura de valor a largo plazo minimizando las tensiones de los movimientos a corto plazo de los mercados.

Atentamente,
Equipo Muza Gestión.



Rentabilidad histórica

Evolución del VL desde inicio hasta 30/09/2025



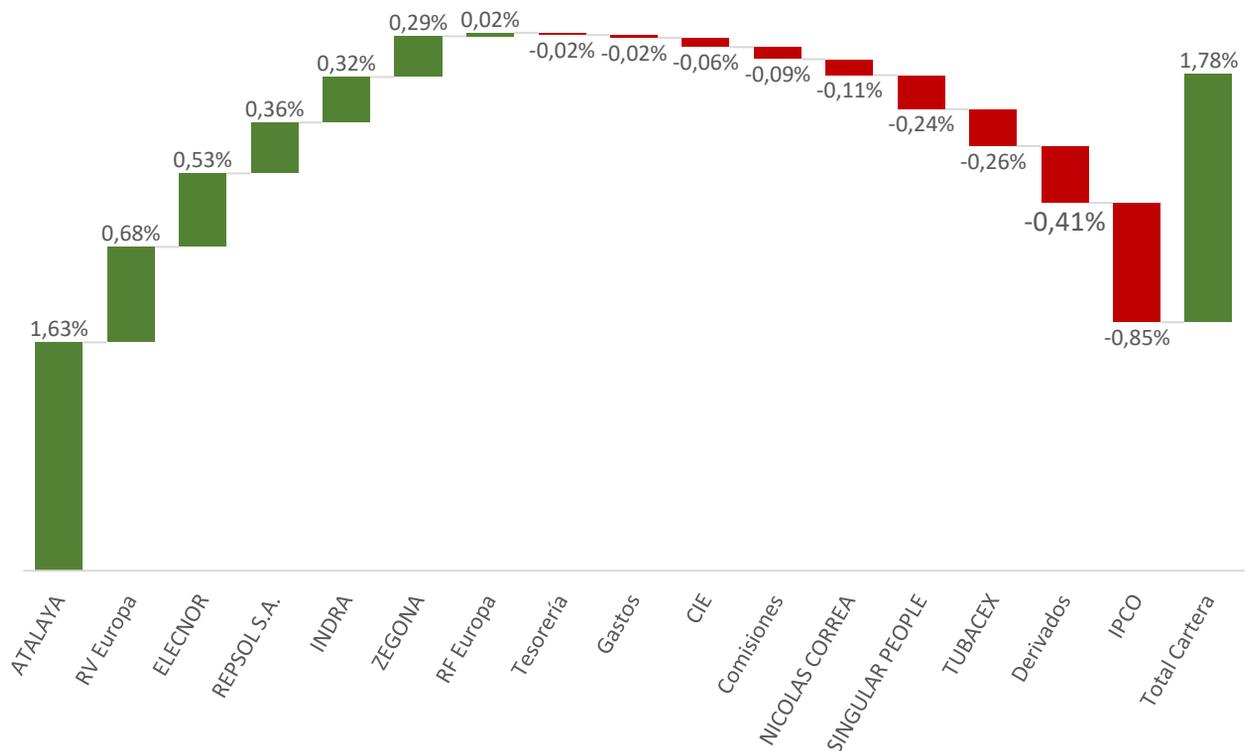
	LA MUZA	STOXX
Rentabilidad Total	1.144,1%	274,6%
Rentabilidad anualizada	10,0%	5,1%

Rentabilidad mensual y anual

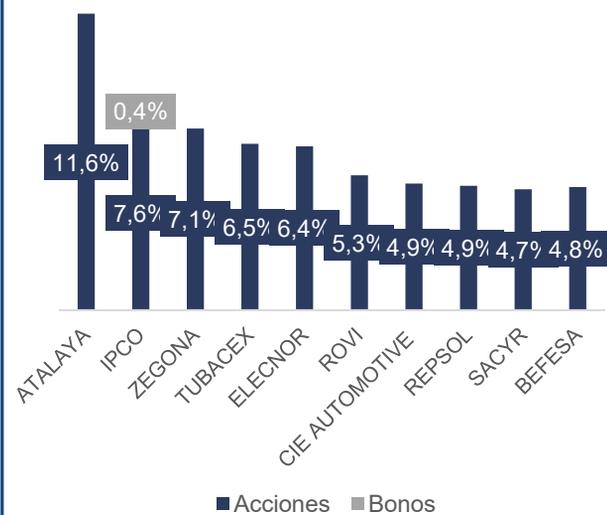
AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	LA MUZA	STOXX
1999				1,25%	1,30%	0,30%	(2,95%)	3,85%	(0,24%)	(2,43%)	1,16%	(0,90%)	1,17%	29,38%
2000	(6,52%)	8,38%	7,73%	(0,35%)	(0,65%)	(3,62%)	0,70%	1,87%	0,68%	0,28%	(4,73%)	(1,29%)	1,44%	(3,83%)
2001	8,51%	0,93%	(1,70%)	2,19%	0,44%	(1,11%)	(0,05%)	0,09%	(9,68%)	4,41%	4,93%	1,10%	9,37%	(15,65%)
2002	0,26%	1,50%	3,81%	2,81%	(1,95%)	(5,46%)	(8,33%)	0,22%	(7,26%)	3,88%	6,44%	(4,90%)	(9,82%)	(30,36%)
2003	0,38%	0,20%	0,73%	5,85%	3,61%	5,33%	4,27%	0,89%	(1,94%)	3,09%	2,41%	3,67%	32,14%	15,92%
2004	5,64%	5,72%	(2,17%)	1,19%	(1,13%)	2,91%	(0,72%)	0,45%	2,81%	2,13%	3,27%	4,37%	26,97%	12,24%
2005	4,27%	2,98%	0,47%	(1,46%)	5,65%	4,31%	4,86%	(0,38%)	7,38%	(4,00%)	3,55%	0,72%	31,57%	26,68%
2006	4,07%	6,67%	4,03%	(0,94%)	(3,93%)	2,73%	2,93%	3,27%	8,37%	9,44%	3,64%	0,94%	48,89%	20,80%
2007	4,90%	0,32%	5,51%	(0,37%)	3,92%	(3,75%)	(0,35%)	(0,91%)	0,05%	8,39%	(2,57%)	(4,01%)	10,80%	2,36%
2008	(12,39%)	1,85%	(2,86%)	2,66%	1,09%	(12,27%)	(4,00%)	3,14%	(13,15%)	(17,65%)	1,56%	0,10%	(43,19%)	(43,77%)
2009	(6,70%)	(7,39%)	2,93%	17,26%	7,69%	3,37%	8,71%	7,54%	4,87%	(5,79%)	0,54%	4,69%	41,16%	32,39%
2010	(0,14%)	(2,82%)	7,92%	(0,08%)	(9,00%)	(2,74%)	7,10%	(0,67%)	6,71%	4,92%	(9,04%)	9,50%	9,88%	11,61%
2011	4,09%	4,30%	0,60%	1,85%	(1,82%)	(1,30%)	(5,57%)	(10,77%)	(5,95%)	7,79%	(5,02%)	(1,58%)	(13,93%)	(8,61%)
2012	6,70%	2,26%	(1,41%)	(5,39%)	(10,94%)	6,97%	0,02%	3,43%	3,40%	1,88%	0,74%	3,20%	9,86%	18,18%
2013	5,52%	(0,54%)	(3,63%)	4,55%	3,16%	(3,00%)	7,37%	(1,36%)	9,39%	7,09%	1,52%	(0,31%)	32,87%	20,79%
2014	0,98%	3,78%	3,14%	(0,71%)	1,20%	0,53%	(4,15%)	(1,40%)	(2,04%)	(4,54%)	3,54%	(3,04%)	(3,13%)	7,20%
2015	5,71%	8,08%	1,04%	1,47%	0,36%	(3,53%)	1,82%	(6,89%)	(6,84%)	6,92%	2,25%	(4,39%)	4,69%	9,60%
2016	(7,74%)	(0,26%)	6,81%	4,45%	0,34%	(5,26%)	9,46%	3,87%	0,63%	2,31%	0,92%	6,50%	22,77%	1,73%
2017	2,51%	3,37%	7,31%	(1,33%)	0,85%	(1,11%)	1,57%	0,15%	0,66%	4,43%	(1,66%)	1,40%	19,32%	10,58%
2018	4,39%	(0,67%)	(2,40%)	4,39%	(3,33%)	(1,08%)	3,29%	(0,71%)	(4,32%)	(9,45%)	(1,23%)	(7,12%)	(17,64%)	(10,77%)
2019	9,69%	4,41%	(1,00%)	2,92%	(6,34%)	1,96%	(1,64%)	(3,32%)	3,49%	3,08%	3,47%	1,08%	18,24%	26,82%
2020	(3,54%)	(6,76%)	(28,97%)	15,47%	0,64%	1,53%	(2,41%)	4,17%	(3,22%)	(3,82%)	27,32%	6,73%	(3,08%)	(1,99%)
2021	0,94%	14,73%	4,97%	(0,24%)	4,41%	(2,20%)	(0,67%)	2,31%	1,17%	7,41%	(5,54%)	6,86%	38,04%	24,91%
2022	0,79%	0,20%	4,65%	2,89%	5,05%	(9,24%)	1,67%	(1,81%)	(7,43%)	8,45%	3,12%	1,11%	9,56%	(10,64%)
2023	6,16%	3,03%	(3,98%)	(0,64%)	(2,16%)	1,34%	2,56%	0,25%	1,26%	(2,56%)	3,2%	3,04%	11,53%	15,81%
2024	(0,67%)	(1,76%)	6,25%	2,70%	3,09%	(2,94%)	(1,67%)	(2,60%)	(1,61%)	(2,62%)	(0,58%)	1,60%	(1,27%)	8,78%
2025	4,16%	3,20%	(0,29%)	(0,60%)	9,46%	2,75%	2,24%	4,69%	1,78%	-	-	-	30,53%	12,55%

Atribución de resultados

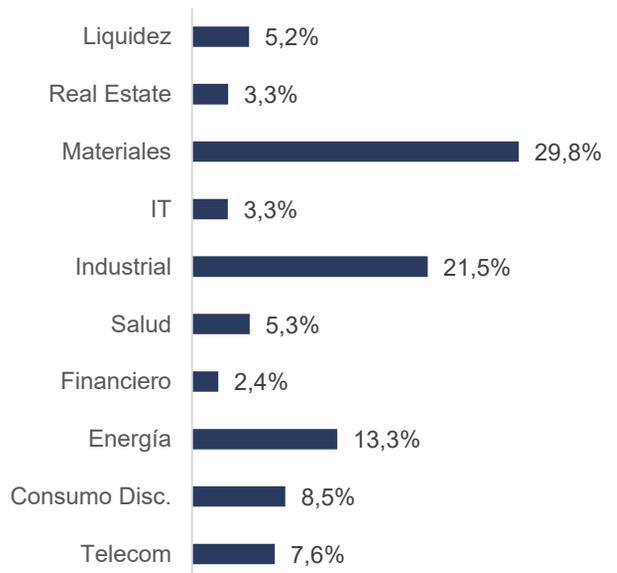
Septiembre 2025



Principales posiciones



Distribución sectorial





INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Fecha Inicio: 30/03/1999

Patrimonio: €243.320.367,33millones

Valor Liquidativo a 30/09/2025: €74,644

Divisa: EUR

Categoría: Sociedad de Inversión. Global

ISIN: ES0130365035

Nº Registro CNMV: 425

Ticker Bloomberg : S0891 SM

Política de Inversión: Hasta 100% en Renta Variable, Renta Fija y otros permitidos por normativa

Inversión Mínima: 1 acción

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: 0,06% s/Patrimonio

Com. Éxito: No

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

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com

CITYWIRE
ESPAÑA

BEST FUND GROUP 2023
EQUITY - EUROPE
MUZA GESTION DE ACTIVOS

