



Carta Trimestral MUZA, FI

Junio 2026





MUZA, FI
Carta Trimestral, 30 de junio de 2026

Rentabilidad de la cartera

MUZA, FI registró una subida en el trimestre del 0,04%, cerrando con un valor liquidativo de **€25,253** por participación. Por su parte, nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, subió en el trimestre un 11,44%.

La rentabilidad acumulada en lo que va de año se sitúa en un 7,70% frente al 10,31% del índice. Desde su inicio (Junio de 2019), el fondo ha generado una rentabilidad acumulada del **+152,5%** lo que implica una rentabilidad anualizada del **+14,1%**, frente al +98,5% y al +10,2%, respectivamente, del índice de referencia.

Contribuidores y detractores

Los principales contribuidores y detractores de la cartera en el trimestre fueron los siguientes:

Contribuidores		Detractores	
AZKOYEN	1,33%	ROVI	-2,38%
ATALAYA MINING	1,30%	IPCO	-1,73%
ELECNOR	0,77%	SXXP 09/18/26 P585	-1,45%
TUBACEX	0,75%	REPSOL S.A.	-0,59%
SACYR SA	0,61%	NEWLAT FOOD SPA	-0,39%

Rotación de posiciones

Entrada		Salida	
Aumento	Reducción		
TSK	BONO OHL	ARCELOR	
	SAVANNAH	ELECNOR	

Derivados y liquidez

Mantenemos coberturas a través de puts sobre el índice EuroStoxx 600 por un importe aproximado del 40% del patrimonio del fondo, mientras que la liquidez del fondo se sitúa en el 10%. Por otro lado, actualmente estamos invertidos en 32 compañías, y las 10 primeras posiciones representan aproximadamente el 60% del patrimonio del fondo.

*incluye dividendos



Cierre del primer semestre de 2026: contexto geopolítico, macroeconómico y evolución de los mercados

El primer semestre de 2026 se ha caracterizado por una combinación inusual de fuerte inestabilidad geopolítica y un notable buen comportamiento en los mercados, un contraste que conviene analizar con cierto detalle.

Contexto geopolítico

El acontecimiento dominante del semestre fue la escalada del conflicto entre Israel, Estados Unidos e Irán, que elevó las tensiones geopolíticas y presionó al alza los precios de la energía durante buena parte del periodo. Los ataques conjuntos de EE.UU. e Israel contra Irán, iniciados a finales de febrero, dispararon los precios mundiales del petróleo hasta niveles que llegaron a duplicar los de inicio de año, generando una prima de riesgo geopolítico que se trasladó a la inflación y a las decisiones de los bancos centrales.

A mediados de junio, Estados Unidos e Irán alcanzaron un memorando de entendimiento que posibilitó un alto el fuego, permitiendo a los precios del crudo recuperar niveles previos al conflicto y también se dio una recuperación generalizada de los activos de riesgo ligados al ciclo económico.

Contexto macroeconómico

El semestre trajo también un cambio relevante en la orientación de la política monetaria estadounidense. Con la llegada de Kevin Warsh a la presidencia de la Reserva Federal, el FOMC ha mantenido los tipos sin cambios en el rango 3,50%-3,75% en sus últimas reuniones, adoptando un tono marcadamente más hawkish y eliminando de su comunicado la referencia a futuras bajadas de tipos. El propio Warsh ha señalado públicamente que los riesgos de inflación se han moderado en las últimas semanas, si bien reafirmó el compromiso de la Fed con el objetivo del 2% y su independencia frente a la presión política.

Las nuevas proyecciones económicas revisaron al alza tanto la inflación general para 2026, hasta el 3,6% desde el 2,7% previo, como la subyacente, hasta el 3,3%, mientras que el crecimiento del PIB se ajustó ligeramente a la baja, hasta el 2,2%. Pese a ello, la actividad económica estadounidense se mantuvo notablemente sólida: el PIB del primer trimestre creció un 2,6% interanual, acelerando frente al 2,0% del cuarto trimestre de 2025, con una tasa de paro contenida en el 4,3%, si bien la inflación general repuntó hasta el 4,2% en mayo, reflejando en parte el shock de oferta energético derivado del conflicto en Oriente Medio y, en parte, el traslado progresivo de los aranceles a precios finales.



Renta variable en Estados Unidos

A pesar del trasfondo de incertidumbre geopolítica comentado, sirva como referencia que una cartera diversificada de acciones, bonos y materias primas habría registrado **su mejor semestre desde el año 2021**. El S&P 500 avanzó cerca de un 9% en el conjunto del semestre, mientras que el Nasdaq 100 subió casi un 20%, impulsado por los beneficios empresariales: las compañías del S&P 500 incrementaron sus beneficios en torno a un 29% interanual en el primer trimestre, con ventas creciendo alrededor de un 11%, y el sector tecnológico destacando con un aumento de beneficios superior al 50%.

Resulta especialmente relevante el cambio de liderazgo dentro del propio mercado tecnológico: las "Siete Magníficas", protagonistas casi indiscutibles del rally de los dos últimos años, perdieron cerca de un 2% en rentabilidad total durante el semestre, ya que hubo una clara rotación hacia las empresas que desarrollan infraestructura de inteligencia artificial (semiconductores, memorias, redes eléctricas y centros de datos). El sector de semiconductores y hardware informático concentró aproximadamente el 87% de las ganancias del S&P 500 en el semestre.

El otro gran hito del trimestre fue la salida a bolsa de SpaceX, considerada la mayor OPV de la historia, con gran parte de la valoración apoyada en una fuerte narrativa de negocios futuros que pueden estar aun muy lejos de poder cristalizarse. Salió a cotizar a una valoración de 1,75 billones de dólares (1,75 trillones americanos), cifra relativamente similar a la capitalización de todas las compañías cotizadas en España. En los cuatro días posteriores a su colocación, su capitalización subió otros 800.000 millones de euros, o lo que es lo mismo, ¡5 veces el valor de Inditex! o prácticamente una cifra equivalente a la capitalización del mayor banco del mundo (JP Morgan).

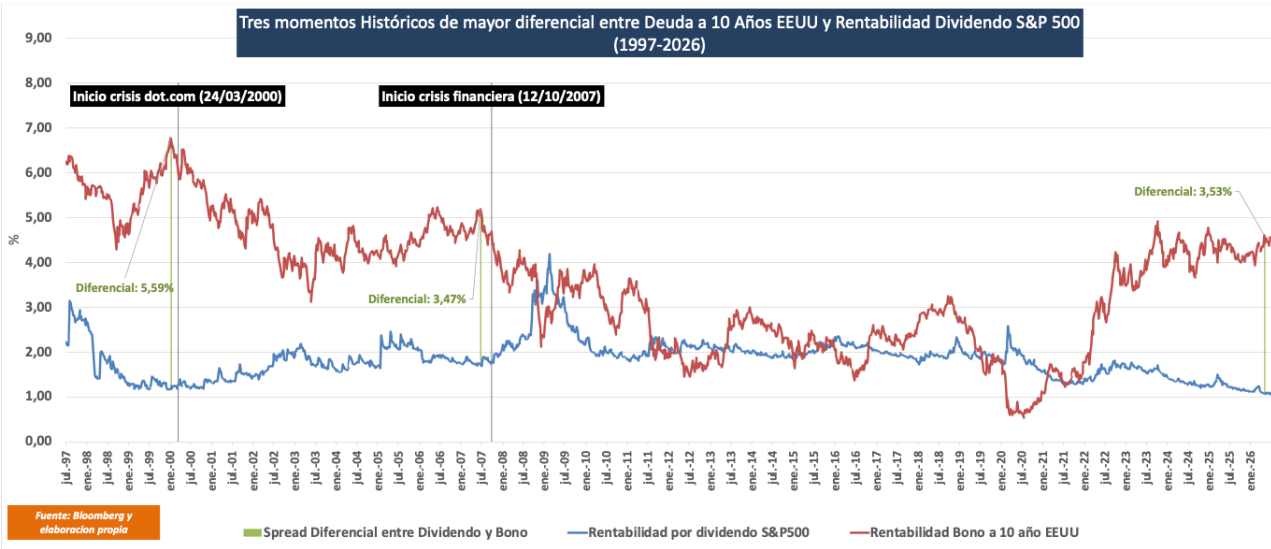
Renta variable en Europa

El STOXX 600 cerró el semestre con un avance del 8%, en un entorno también marcado por la inestabilidad geopolítica y el repunte de las tensiones en torno a Irán. Por sectores, la tecnología europea lideró claramente las subidas, con una revalorización del 21% en el índice, seguida de recursos básicos (+17%) y utilities (+15%), mientras que el automóvil fue, con diferencia, el sector más castigado, con un desplome del 15% lastrado por la debilidad de la demanda, el reto de la electrificación y la creciente competencia china.



Valoración de la renta variable

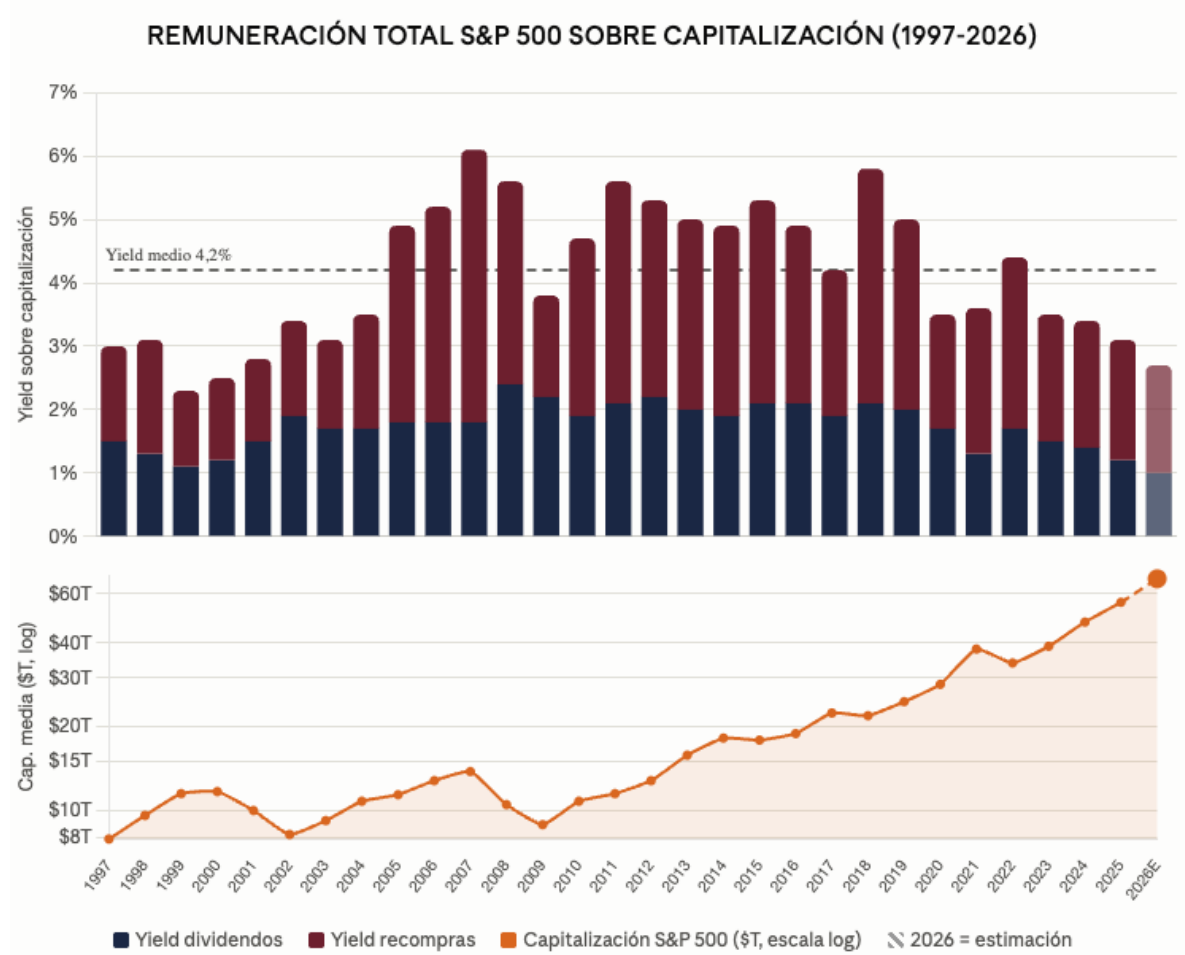
Llevamos ya tiempo hablando sobre diferentes indicadores de valoración del mercado, y destacando sobre todo aquellos que nos generan más preocupación. A cierre de este semestre, no queríamos dejar de volver a insistir en ello. En este caso, haciendo una comparación histórica entre el diferencial de la rentabilidad por dividendo del S&P 500 y la del bono del Tesoro americano a 10 años. Si observamos los diferenciales de rentabilidad de los últimos 30 años, en dos ocasiones previas hemos tenido spreads parecidos o superiores a los que muestran los datos actualmente y “casualmente”, estas dos ocasiones fueron la antesala del inicio de fuertes correcciones de la renta variable (crisis punto.com y crisis financiera)



Con el bono a 10 años por encima del 4,5% y la rentabilidad por dividendos del S&P 500 en torno al 1%, (MSCI World oscila en el 1,5%), volvemos a estar en un territorio cuanto menos exigente ya que de no acompañar el crecimiento de los beneficios en los próximos meses, estos diferenciales de rentabilidad sufren riesgo de estrecharse. Aunque esta realidad no implica una corrección inminente —las valoraciones pueden mantenerse tensionadas durante periodos prolongados si el crecimiento de los beneficios lo sostiene—, sí refuerza la conveniencia de ser muy selectivos dentro de la renta variable (la historia nos dice que, en los últimos 25 años, hemos tenido muchos más periodos donde la rentabilidad por dividendo del índice ha estado en el 2% que en el 1%)



En línea con el anterior estudio, podríamos añadir al dividendo que pagan las compañías, los programas de recompras de acciones, lo que nos daría el importe agregado que dedican las compañías del S&P 500 a la remuneración de sus accionistas.



En el grafico se ve como la rentabilidad media de "dividendos + recompras", de estos últimos 30 años ha estado por encima del 4%. Si nuestra mejor previsión para este año 2026 es que la yield total se sitúe en el 2,7%; esto supone que o bien la remuneración tiene que subir un 60% o bien la capitalización tiene que bajar alrededor de un 35%-40% (o una combinación de ambas) para volver a cotizar a una rentabilidad más acorde a las medias históricas.

La compresión actual del yield estimada para 2026 no es una señal de que las empresas del S&P 500 devuelvan menos valor a sus accionistas — todo lo contrario, en términos absolutos está en cifras récord— sino de que el precio pagado por esa remuneración (la capitalización del S&P 500) descuenta implícitamente un mayor optimismo en los resultados y en las remuneraciones futuras. Lo dicho, o suben los resultados que acompañen a mayores dividendos y/o recompras de acciones o el mercado estará expuesto a ajustes de valoración.



Conflicto en el Estrecho de Ormuz

Creemos también importante hacer un breve repaso de la situación del conflicto entre EEUU e Irán. El pasado mes de marzo dedicamos un apartado extenso a la crisis del Estrecho de Ormuz. Identificamos entonces a Europa como la región más expuesta —por su dependencia del queroseno y el gasóleo— y no descartamos entonces un escenario de conflicto prolongado. Ante ello, rotamos nuestras coberturas del S&P 500 al EuroStoxx 600 (~40% de la cartera) manteniendo nuestra exposición a compañías del sector Oil&Gas (Repsol e IPCO ~12%) como cobertura natural frente al shock energético, con un objetivo claro de proteger el conjunto de nuestras inversiones ante la incertidumbre que planteaba este nuevo conflicto geopolítico y energético.

En abril se dieron algunos episodios de alto el fuego frágiles que casi siempre estaban rodeados de tensión (el contra-bloqueo estadounidense a los puertos iraníes se prolongó hasta finales de mayo). A lo largo de mayo, los precios del crudo corrigieron sensiblemente —un 19% mensual— ante el avance de las negociaciones, cerrando el mes en 92,6\$/barril.

Finalmente, el 17 de junio, EEUU e Irán firmaron un memorando de entendimiento para poner fin a la guerra y reabrir el Estrecho de forma progresiva en 60 días, y el Brent cayó hasta 78\$, su mínimo desde principios de marzo.

A pesar de que, desde entonces, los acuerdos de paz entre EEUU e Irán se han visto interrumpidos en contadas ocasiones, el crudo siguió corrigiendo a la baja al reanudarse el tránsito de petroleros y la OPEP+ elevar su producción en ~600.000 barriles/día desde abril. En este contexto de aparente mejoría, el segundo trimestre cerró con el Brent en torno a 73\$/barril, prácticamente en los niveles previos al conflicto de febrero.

Sin embargo, y como por otra parte se podía prever, la tregua se ha roto de forma abierta. Irán atacó con proyectiles a tres petroleros en el Estrecho y EEUU ha respondido revocando la licencia que permitía a Irán vender crudo abiertamente y lanzando más de 80 ataques contra objetivos militares iraníes, incluyendo bombardeos en la isla de Kharg (donde se procesan alrededor del 90% de las exportaciones de crudo del país).

El fin de semana del 11-12 de julio, EE.UU. lanzó su tercera ronda de ataques (unos 140 objetivos: misiles, drones, capacidad naval y comunicaciones) e Irán respondió atacando bases de EE.UU. en Catar, Jordania, Kuwait y Baréin. Todos estos ataques han vuelto a elevar el crudo por encima de los 85\$ y se han vuelto a tensionar de manera muy significativa los precios de los productos refinados, especialmente el diésel (los crack spreads del diésel están actualmente niveles récord).

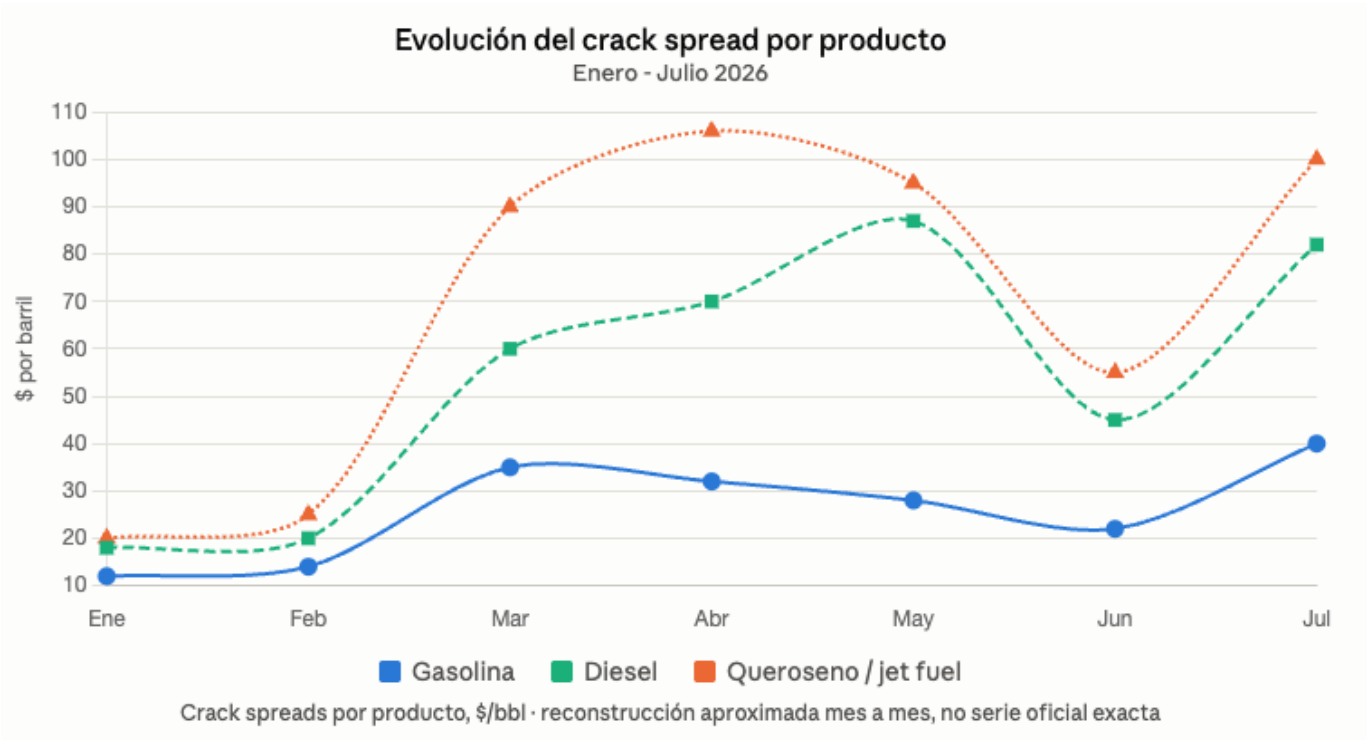


Al conflicto entre Irán y EE.UU., se ha unido en estas últimas semanas también una intensificación de los ataques con drones desde Ucrania a refinerías estratégicas rusas.

Ucrania ya no ataca solo tanques de almacenamiento (fáciles y baratos de reparar), sino unidades sofisticadas como hidrocraqueadores, reformadores y unidades de craqueo catalítico que tardarán meses en repararse. La planta de Omsk sufrió una grave explosión en 2024, posiblemente accidental, pero el ataque de la semana pasada fue el primer golpe claro de un dron contra ella.

El año pasado Rusia representaba en torno al 11% del suministro mundial de diésel (el segundo mayor exportador de diésel del mundo, por detrás de EE.UU.). De los más de 1 millón b/d que exportaba antes de la guerra, las exportaciones cayeron a unos 400.000 b/d en junio, y ahora mismo están en cero por la prohibición temporal a dichas exportaciones. El objetivo de Ucrania es estrangular en la medida de lo posible la producción y el abastecimiento interno de combustible (especialmente diésel) con ataques más precisos a barcos petroleros, refinerías, carreteras y ferrocarriles. El 90% de la capacidad de refino de Rusia está al alcance hoy en día de los misiles y drones ucranianos y todo hace pensar que esta presión sobre la producción de productos refinados en Rusia va a seguir por parte de Ucrania.

Si los conflictos en el Estrecho de Ormuz y entre Rusia y Ucrania se prolongan en los términos actuales, todo apunta a que vamos a seguir asistiendo a un mercado de productos refinados muy tensionado (a pesar de que el Brent y WTI están un 30% por debajo de los máximos de este año, los precios de los productos refinados se han tensionado nuevamente a niveles máximos)

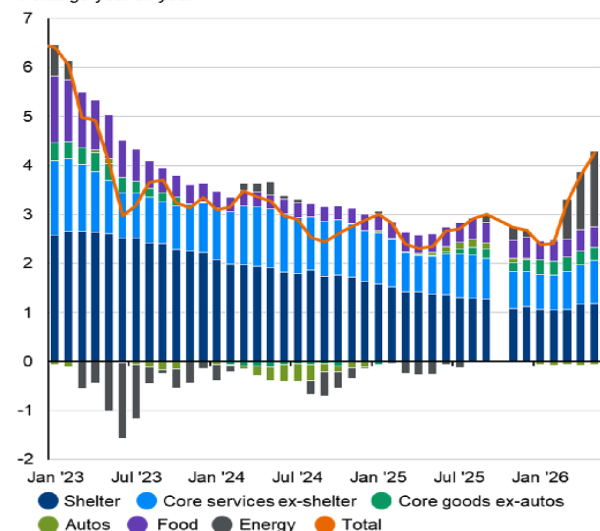




Evidentemente este tensionamiento en los precios del crudo y refinados seguirá ejerciendo presión en los datos de inflación y en la economía. Ya estamos viendo el reflejo de los primeros meses del año en los datos de inflación de EE.UU. y Europa

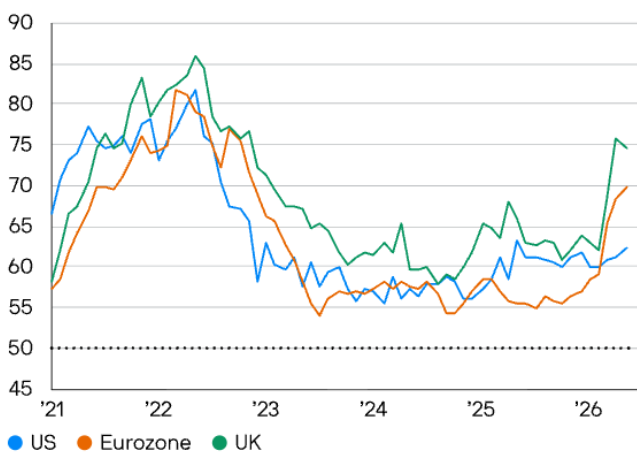
US headline inflation breakdown

% change year on year



Composite PMIs: Input prices

Index level



Expectativas de cara a la segunda parte del año.

De cara a este segundo semestre del año, seguimos con la misma filosofía de inversión que venimos manteniendo desde hace muchos meses ya. Por un lado, seguimos manteniendo un esquema de prudencia algo mayor, con niveles de liquidez más elevados (en el entorno del 10%) y protegiendo ocasionalmente la cartera mediante la venta de puts sobre índices cuando se dan las ventanas de oportunidad adecuadas.

Adicionalmente, tenemos en compañías como Repsol e IPCO (alrededor de un 12% de nuestras inversiones), que actúan como contrapeso al impacto que pueda producirse derivado de un alargamiento y endurecimiento del conflicto en Irán y Ucrania (algo que no descartamos en absoluto).

Muchas gracias



Rentabilidad histórica

Evolución del VL desde inicio hasta 30/06/2026

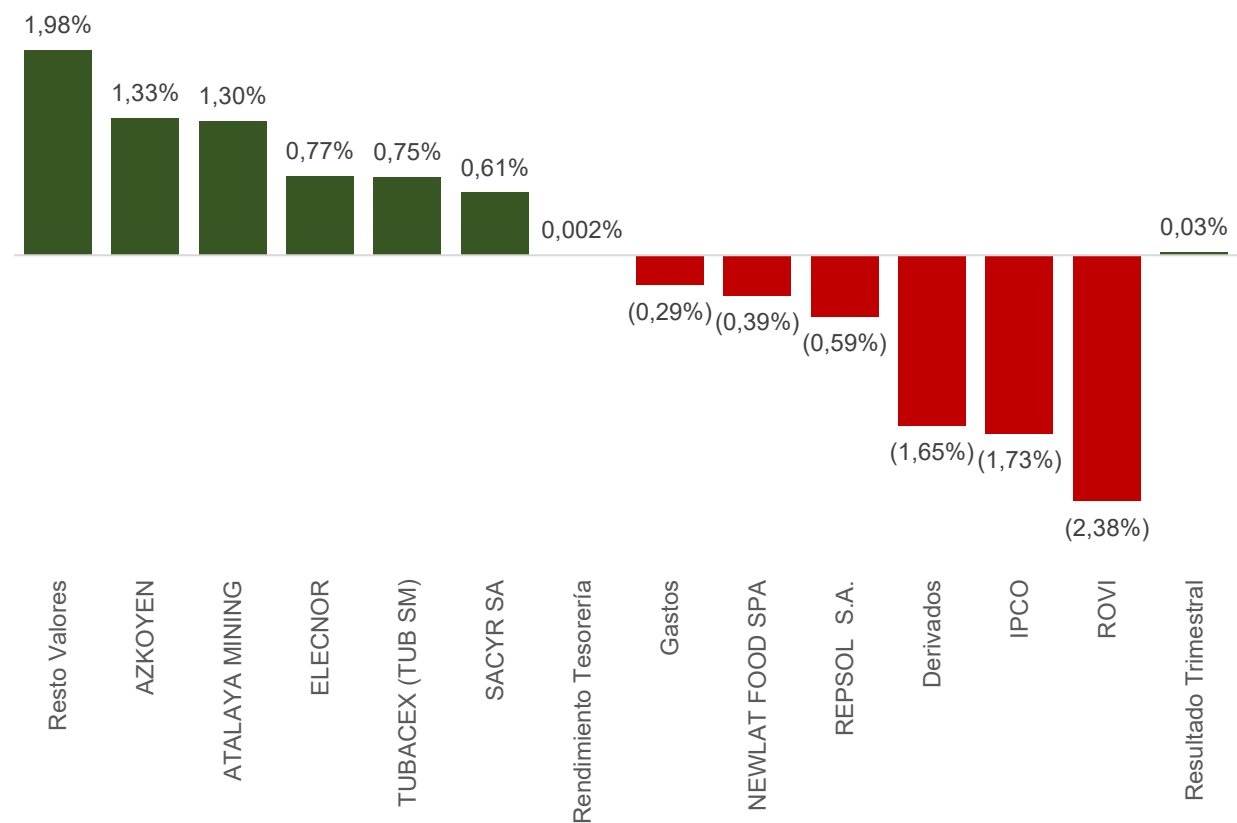


	MUZA FI	STOXX
Rentabilidad acumulada	152,5%	98,5%
Rentabilidad anualizada	14,1%	10,2%

Rentabilidad mensual y anual

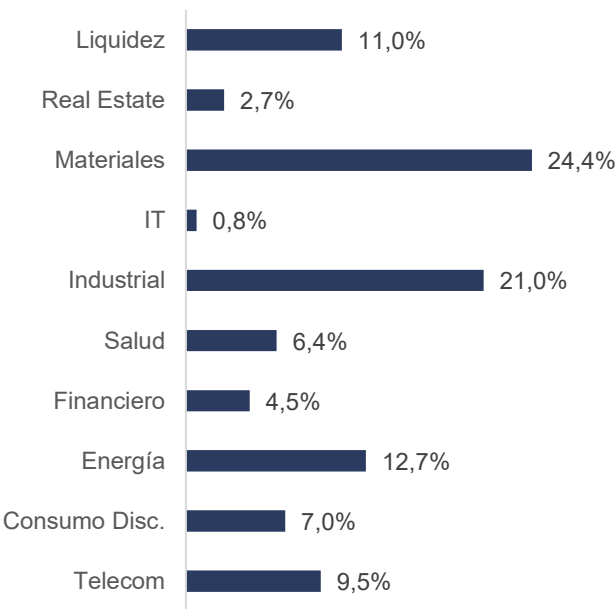
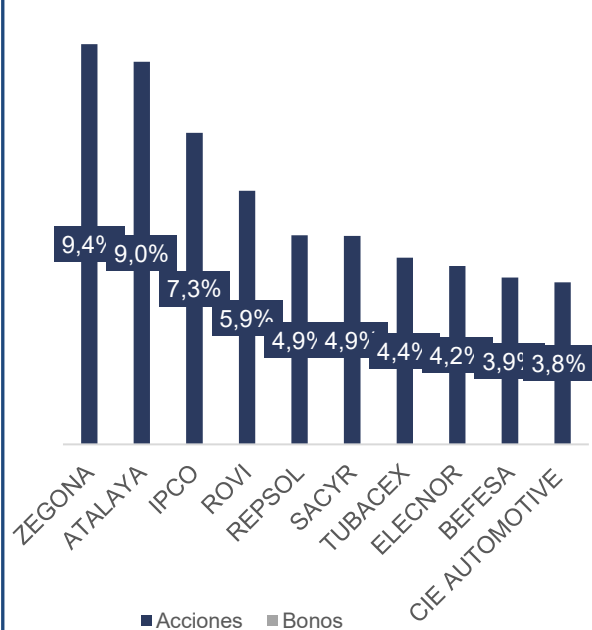
AÑO	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	MUZA FI	STOXX
2019						(0,19%)	(1,58%)	(2,85%)	2,70%	1,71%	3,07%	2,85%	5,68%	8,98%
2020	(3,08%)	(6,57%)	(26,45%)	13,96%	(0,66%)	2,69%	(2,64%)	3,45%	(3,25%)	(3,19%)	27,37%	7,49%	0,00%	(1,99%)
2021	0,45%	12,68%	4,63%	0,32%	3,86%	(0,59%)	0,48%	1,62%	0,82%	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%)	(0,50%)	8,72%	2,55%	2,06%	4,29%	1,63%	2,28%	3,35%	3,63%	40,03%	19,80%
2026	5,22%	5,79%	(3,28%)	2,92%	1,15%	(3,91%)	-	-	-	-	-	-	7,70%	10,31%

Atribución de resultados – 2T



Principales posiciones

Distribución sectorial





INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: MUZA, FI

Fecha Inicio: 21/06/2019

Patrimonio: €36,1 millones

Valor Liquidativo a 30/06/2026: €25,253

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

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com

