MUZA

MUZA GESTION DE ACTIVOS SGIIC SA

Carta Trimestral La Muza Inversiones, SICAV

Septiembre 2026

MUZA

LA MUZA INVERSIONES, SICAV | **Carta Trimestral, 30 de septiembre de 2026**

Rentabilidad de la cartera

La Muza Inversiones, SICAV cerró el tercer trimestre del año 2026 con una subida del **+4,98%**, cerrando con un valor liquidativo de **€94,388 por acción**. Nuestro índice de referencia, el STOXX 600 Europe Net Return*, subió un 1,73% en el mismo periodo.

La rentabilidad acumulada en lo que va de año se sitúa en un **13,96%** frente al 12,22% del índice.

Desde su **inicio** (marzo de 1999), la **SICAV** ha generado una rentabilidad acumulada del **+1.473,1%, lo que implica** una rentabilidad anualizada del **+10,5%**, frente al +347,4% y al +5,6%, respectivamente, del índice de referencia.

Contribuidores y detractores

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

Contribuidores		Detractores	
ATALAYA	3,12%	ELECNOR	-1,07%
REPSOL	1,88%	SACYR	-0,73%
ZEGONA	1,03%	QUALITAS	-0,66%
IPCO	0,88%	TUBACEX	-0,55%
BEFESA	0,68%	MERCEDES	-0,17%

Rotación de posiciones

Entrada	Aumento	Salida	Reducción
DIGI	SAVANNAH		ARCELOR
PRINCES	CIE		AZKOYEN
	TSK		ACERINOX
	ELECNOR		ATALAYA
			IPCO
			REPSOL
			ZEGONA
			BEFESA

Derivados y liquidez

La liquidez de la SICAV se sitúa en el 10,5%.

Actualmente, estamos invertidos en 33 compañías. Las 10 primeras inversiones representan aproximadamente el 58% del patrimonio de la SICAV.

**incluye dividendos*

Déficit, inflación y deuda pública

A lo largo del tercer trimestre de este año hemos asistido a un claro repunte de las rentabilidades de la deuda en muchos países desarrollados, entre los que cabría destacar EE. UU., Francia y Reino Unido.

Antes de entrar a analizar la situación actual, nos parece oportuno recordar lo que hemos venido comentando en algunas de nuestras cartas trimestrales del año 2025 sobre tres cuestiones que, desde hace tiempo, consideramos importantes: 1) el elevado nivel de déficit fiscal de muchas economías, que a su vez convive con 2) un entorno inflacionista cada vez más persistente y un alto endeudamiento, lo que debería desembocar (y así está empezando a ocurrir) en 3) una mayor exigencia de rentabilidad por parte de los denominados "bond vigilantes"(*).

Comprender bien la dinámica de estas tres cuestiones es muy relevante, entre otras cuestiones, para poder determinar bien el nivel de exigencia de rentabilidad que debemos aplicar a la hora de valorar muchos activos, siendo el que más nos afecta a nosotros evidentemente la renta variable.

La deuda pública ha tenido uno de los peores trimestres de los últimos 20 años (caídas en el precio de la deuda a 10 años en Francia, Reino Unido y Estados Unidos del -10%, -5% y -5%, respectivamente). EE. UU., Reino Unido y Francia tienen sus referencias a 10 años cotizando a rentabilidades no vistas en los últimos 20 años. Hemos asistido, a lo largo de estos últimos meses de 2026, a una clara "repreciación" del riesgo soberano hacia niveles que empiezan a reflejar la realidad crediticia de varios países con déficits estructurales muy por encima de lo sostenible. Este movimiento no es, a nuestro juicio, un fenómeno aleatorio ni una sobrerreacción puntual del mercado: es la consecuencia lógica de una cadena de eventos que venimos señalando desde hace tiempo.

A efectos de esta carta, nos centraremos mayoritariamente en la situación de EE. UU., que, por su relevancia, tiene implicaciones directas en el resto de las economías desarrolladas. Con todos los matices y diferencias, la problemática de EE. UU. que vamos a intentar describir en esta carta aplica en gran medida a los casos europeos más tensionados como podrían ser Reino Unido y Francia.

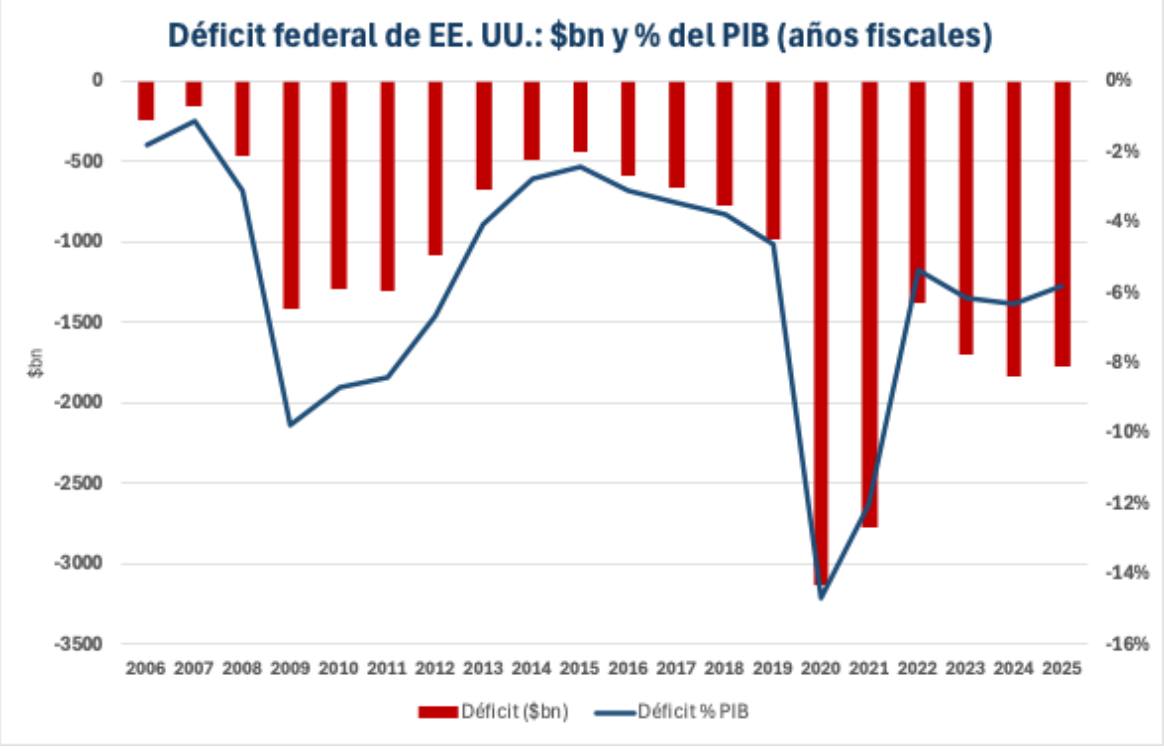
(*) Bond vigilantes son los inversores en deuda soberana que, cuando consideran que la política fiscal o monetaria es insostenible o inflacionista, exigen más compensación por mantener esa deuda.
Nota: las cifras siguen la escala numérica estadounidense. Un «trillón» equivale a un trillion americano (10^{12}, un billón en español) y un «billion» a mil millones (10^{9}).

EE. UU.

Déficit persistente

EE. UU. mantiene un déficit cercano al 6% del PIB, a pesar de que su economía se encuentra en una situación de cuasi pleno empleo y de fuerte actividad (no queremos pensar qué pasaría con esta cifra en un contexto de inflación y desaceleración económica). Según el seguimiento que elabora el Bipartisan Policy Center a partir de datos del Tesoro y de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO), el déficit federal del año fiscal 2026 (que cerró el 30 de septiembre) habría alcanzado los 2 trillones de dólares (1.993.000 millones), un 12% más que el año anterior y por encima del 6% del PIB, después de haber cerrado el año fiscal 2025 en 1,8 trillones. Los ingresos crecieron un 3%, pero el gasto lo hizo al doble de ritmo (+6%). Entre las partidas que más aumentan destaca precisamente el pago de intereses de la deuda en manos del público: 115.000 millones de dólares más (+11%), hasta los 1,1 trillones de dólares, la segunda mayor partida de gasto federal por detrás de la Seguridad Social y por delante del gasto en defensa.

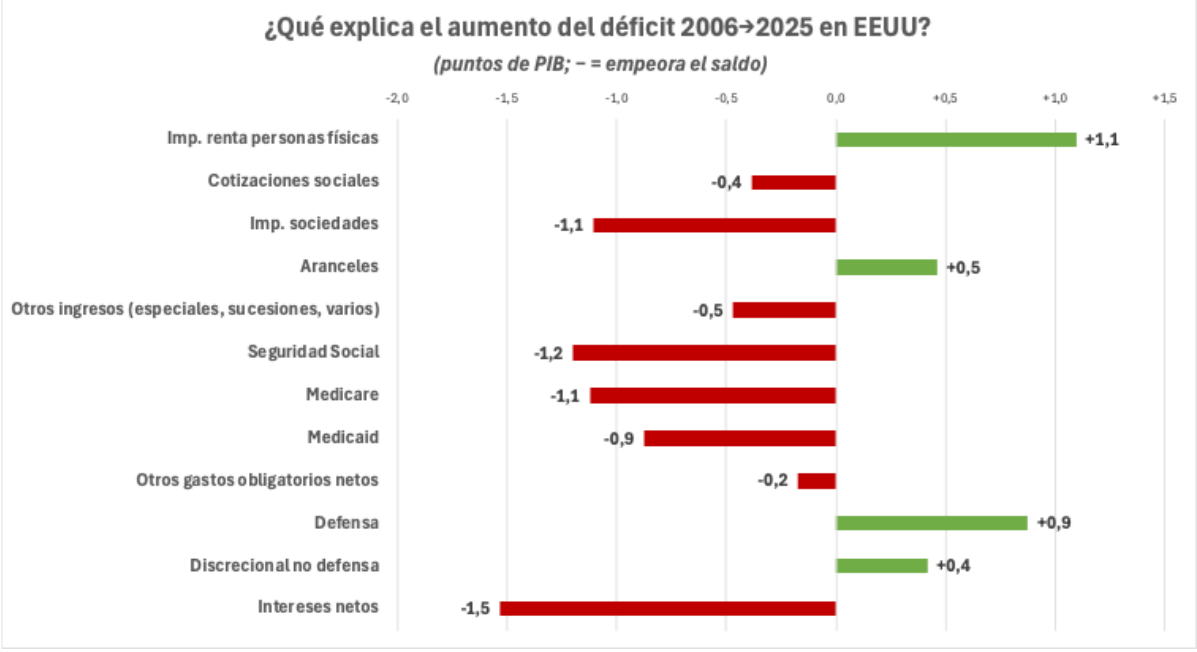
Lo preocupante de este déficit no es que se esté dando en episodios de crisis o fuerte contracción económica como ocurrió en la crisis financiera (2009-2010) o la COVID-19 (2020-2021); lo preocupante es que esto se está dando en un episodio de fortaleza económica claro. Si por alguna razón la economía entrara en un periodo de contracción económica, las cifras serían bastante peores.



.

¿Por qué está EE. UU. sumido en un déficit tan elevado? En el año 2006 el déficit de EE. UU. era de un 1,8% (menos de una tercera parte de lo que es hoy). Si vemos el gráfico inferior, las columnas verdes son las partidas que han mejorado el déficit en términos porcentuales sobre el PIB y en rojo las partidas que han empeorado. ¿Cuál ha sido la peor? Casualmente, el importe pagado por intereses de la deuda, seguida casi en igual medida por la caída recaudatoria en impuestos de sociedades y por la subida de gastos en Seguridad Social y sanidad (Medicare y Medicaid).

Fuente: CBO – Historical Budget Data



Deuda e intereses: la partida que más crece

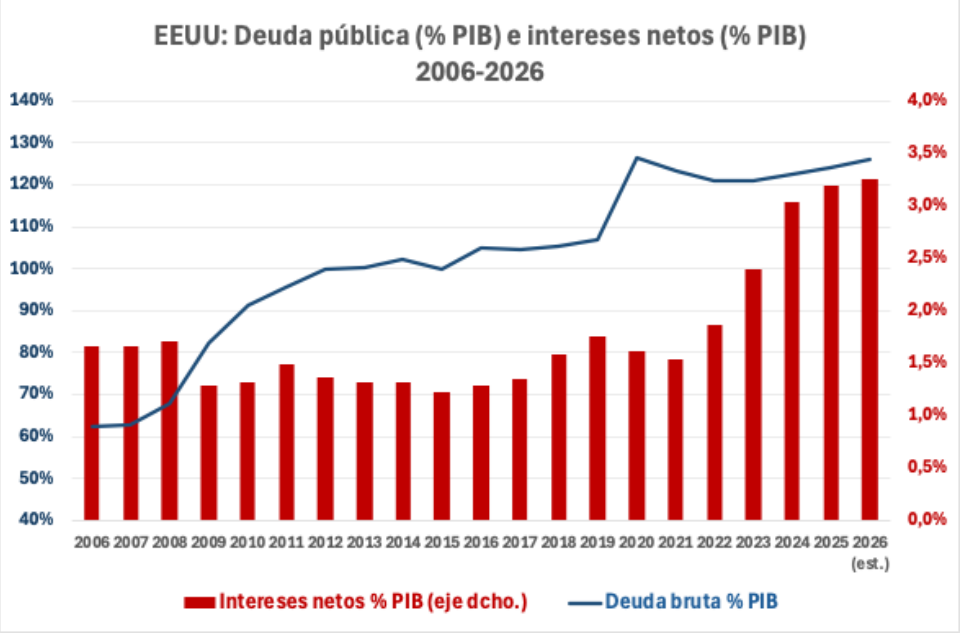
Ya señalábamos el año pasado que la carga de intereses era uno de los grandes escollos del déficit americano, tras aumentar en casi 400.000 millones de dólares en cuatro años hasta acercarse al trillón de dólares anual.

La carga de los intereses tiene que ver con el fuerte aumento que la deuda federal de Estados Unidos ha experimentado en estos últimos años, pasando de 8,5 a 37,6 trillones de dólares, lo que ha supuesto elevar su peso del 62% al 124% del PIB (la deuda en manos del público —la que efectivamente se financia en los mercados— ha aumentado del 35% al 99% del PIB). Durante buena parte de este periodo, el entorno de tipos de interés excepcionalmente bajos permitió absorber dicho endeudamiento sin un coste apreciable: entre 2009 y 2021 los intereses netos se mantuvieron entre el 1,3% y el 1,8% del PIB, pese a que el volumen de deuda se duplicaba. La normalización monetaria iniciada en 2022 ha puesto fin a esta situación. En el ejercicio fiscal 2025, los intereses netos de casi 1 trillón de dólares supusieron ya el 3,2% del PIB y cerca del 19% de los ingresos federales, superando el gasto en defensa.

El Tesoro soporta en la actualidad un coste medio de la deuda del 3,5%. Cabe recordar que aproximadamente un tercio de la deuda negociable vence en los próximos doce meses y que su vida media se sitúa en torno a seis años, de modo que la mayor parte del stock se habrá renovado en un horizonte de cinco años. A ello se añade la necesidad de emitir cerca de 2 trillones de dólares adicionales cada año para financiar el déficit, así como el propio pago de intereses, lo que genera una dinámica que se retroalimenta.

Bajo la hipótesis de que la curva de tipos se mantenga en sus niveles actuales y de que el Tesoro conserve su estructura de plazos, nuestro análisis sitúa el coste medio de la deuda en el 4,6% en 2031, con un gasto en intereses netos cercano a 2 trillones de dólares anuales. Aun suponiendo que el resto de las partidas se mantuviera en los niveles de 2025 —un déficit primario del 2,7% del PIB—, el mayor coste financiero elevaría el déficit total desde el 5,8% del PIB en 2025 hasta el 7,5% en el año 2031, lo que equivale a unos 650.000 millones de dólares adicionales al año. Conviene subrayar que se trata de un supuesto favorable para el resto del presupuesto, dado que el envejecimiento de la población continuará presionando al alza el gasto en pensiones (Seguridad Social) y sanidad (Medicare y Medicaid). Con déficits de esta magnitud, la deuda en manos del público superaría el 110% del PIB en 2031, por encima del máximo alcanzado tras la Segunda Guerra Mundial.

En ausencia de medidas correctoras, Estados Unidos se adentraría en una dinámica en la que los intereses se convierten en la partida de gasto de mayor crecimiento y en el principal determinante del déficit. Con un coste de financiación cercano al 5% y un crecimiento nominal de la economía en torno al 4%, la estabilización de la ratio de deuda requeriría pasar de un déficit primario del 2,7% del PIB a un superávit primario próximo al 1%, lo que supone un ajuste del orden de **3,5 puntos de PIB** —más de 1 trillón de dólares anuales— a través de mayores ingresos, menor gasto o una combinación de ambos.



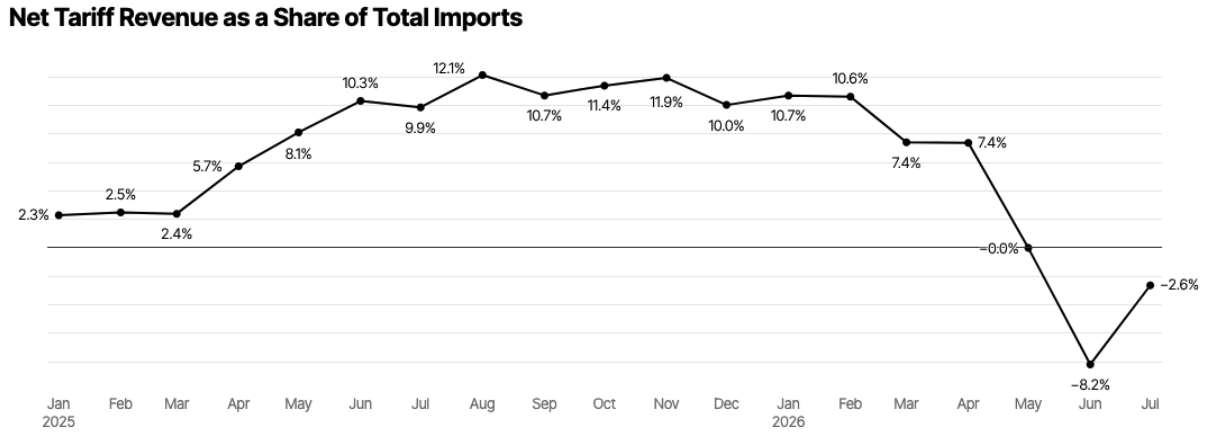
Aranceles: el comienzo de una vía de mitigación del déficit

La administración Trump, consciente de esta realidad, inició actuaciones para intentar mitigar parte de este déficit a través de la polémica guerra arancelaria bien conocida por todos. Decíamos en junio del año pasado, en plena escalada arancelaria, que, tras la retórica de Trump sobre la justicia comercial y la pretendida repatriación manufacturera, se escondía una realidad mucho más clara: la necesidad de aumentar los ingresos. Subir impuestos directos o recortar prestaciones eran soluciones políticamente impopulares, por lo que los aranceles se presentaban como una vía de financiación más silenciosa.

Los ingresos por aranceles en los primeros nueve meses del año fiscal 2025 alcanzaban los 108.000 millones de dólares (el doble que en el mismo periodo de 2024), convirtiéndose en la tercera mayor fuente de ingresos del presupuesto federal (el año 2025 terminó con una recaudación arancelaria de casi 200.000 millones de dólares, casi 2,5 veces más que en 2024).

Esta política arancelaria sufrió un giro que desmontó buena parte del incremento de recaudación iniciado en 2025. El pasado 20 de febrero, el Tribunal Supremo de EE. UU. dictaminó, en el caso Learning Resources, Inc. v. Trump, que la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA) no otorgaba al presidente la facultad de imponer los aranceles que había aplicado a lo largo de 2025 y que estaban detrás de la excepcional recaudación de 2025 y principios de 2026.

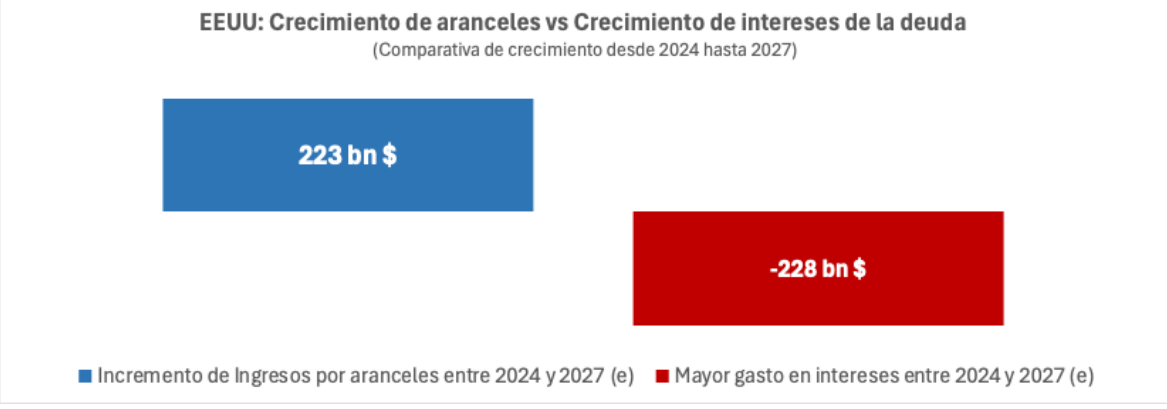
La sentencia ha obligado a devolver lo recaudado (esas devoluciones alcanzaron unos 110.000 millones al cierre de agosto y, según la CBO, podrían llegar a 175.000 millones) y ha restablecido temporalmente aranceles de magnitud similar al amparo de la Sección 122 de la Ley de Comercio. Se trata de un instrumento mucho más limitado (permite aranceles de hasta el 15% durante un máximo de 150 días, salvo prórroga del Congreso), frenando también la recaudación bruta.



Ingresos netos por aranceles en porcentaje del total de importaciones. Fuente: Bipartisan Policy Center.

Con la tendencia actual, la recaudación neta por aranceles en 2026 será sustancialmente inferior a la de 2025. Los ingresos netos por aranceles serán 250.000 millones de dólares inferiores a lo previsto en febrero de este mismo año. Recordemos que la proyección de la CBO de febrero de 2026, hecha antes de la sentencia del Supremo, estimaba unos 418.000 millones de dólares en aranceles para el año fiscal 2026. La CBO no ha publicado estimaciones de aranceles para el año fiscal 2027. Pero si nos basamos en sus propios datos, se puede estimar una recaudación de unos 300.000 millones de dólares, casi 5 veces superior a lo que se recaudaba por este concepto antes del inicio de la escalada arancelaria, pasando de unos 77.000 millones a los mencionados 300.000 millones.

Ahora bien, todo este esfuerzo arancelario se lo lleva íntegramente por delante el incremento de intereses de la deuda, que va a crecer en este periodo 2024-2027 en una cifra muy similar a lo recaudado por los aranceles.



Inflación persistente

Comentábamos también el año pasado que la combinación de aranceles elevados y un dólar débil (que había perdido más de un 10% frente al euro en el primer semestre) no haría más que "importar" más inflación, dificultando las bajadas de tipos que el mercado descontaba en esos momentos. En aquel momento, sin embargo, los analistas descontaban un escenario de inflación más benigno y se esperaban bajadas de tipos adicionales, que finalmente no se produjeron. A todas esas presiones inflacionistas se unió un evento totalmente inesperado, el conflicto en Irán, que no ha hecho sino presionar aún más los precios (vía costes de energía).

En cualquier caso, EE. UU. (al igual que otras muchas economías desarrolladas) lleva ya varios años soportando una inflación mucho más elevada y persistente de lo que muchos han querido anticipar y, desde luego, muy lejos del objetivo de la Fed (2%).

Por poner un poco en perspectiva las cosas, la inflación acumulada en EE. UU. en la era "post-covid" (2020-2026) ha superado tasas anuales compuestas del 4%, una tasa equivalente a la que soportaron los americanos a finales de la década de los 60 y solo superada por las crisis del petróleo de principios y finales de los años 70. Estos últimos seis años han sido uno de los peores ciclos inflacionistas de los últimos 60 años.

EE.UU. - Peores Episodios de Inflación en ciclos de 6 años

Periodo	Inflacion Anualizada	Acumulado	Bono 10A (media)	Bono 10A a final del periodo	Fed funds (media rentabilidad)	Fed funds a final del periodo
1978-1984	8,1%	59,4%	11,2%	11,5%	11,7%	8,4%
1972-1978	7,7%	56,0%	7,3%	9,0%	6,7%	10,0%
1966-1972	4,3%	29,0%	6,0%	6,4%	5,8%	5,3%
2020-2026	**4,2%**	**28,2%**	**3,0%**	**4,7%**	**2,8%**	**3,6%**
1984-1990	3,9%	25,8%	9,4%	8,1%	8,1%	7,3%

Notas:

Inflación anual y acumulado: IPC-U (CPI-U) anual, BLS. Acumulado = variación de la media anual entre el año inicial y el final del periodo

Bono 10A y fed funds (media): medias de los años naturales del periodo (1978-1983 para el bloque 1978-1984, etc.). Fuente: FRED, series GS10 y FEDFUNDS.

Final del periodo: diciembre del año final. En 2020-2026 es agosto de 2026, último dato disponible. La inflación de 2020-2026 compara la media de 2020 con la de enero-agosto de 2026.

Rentabilidad real = (1 + bono medio) / (1 + inflación anual) − 1. Es una aproximación con medias, no la rentabilidad de una inversión concreta.

¿Qué cabe esperar ahora?

Evidentemente, EE. UU. no va a dejar de pagar su deuda: está denominada en una moneda que emite él mismo y el dólar sigue siendo la principal moneda de reserva del mundo (presente en el 89% de las transacciones de divisas en 2025 y el 57% de las reservas oficiales asignadas).

Las tensiones periódicas en torno al techo de deuda y a los plazos de financiación del Gobierno son, al menos por ahora, solo eso: tensiones. La preocupación real es que, al seguir una política fiscal que empuja las rentabilidades al alza, los gobiernos están apretando a empresas y consumidores de todo el país. Si las rentabilidades suben demasiado y demasiado deprisa, algo en la economía acabará rompiéndose, como ha ocurrido en episodios similares no tan lejanos en el tiempo.

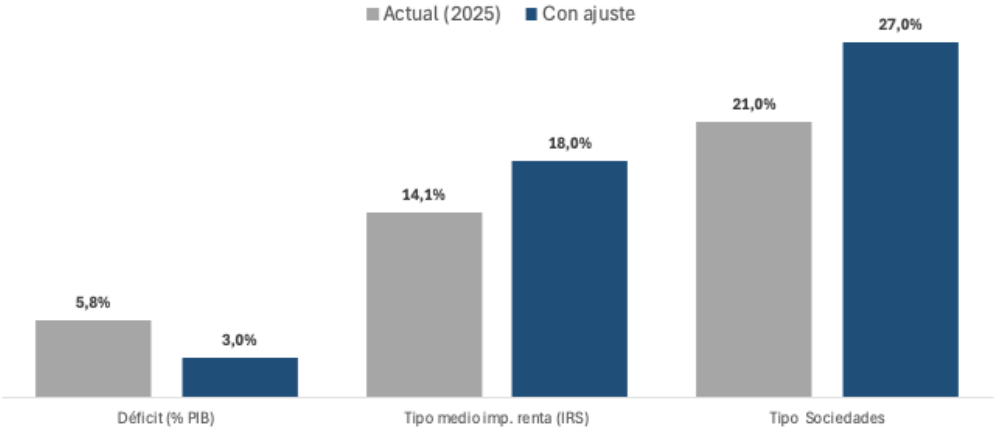
El ajuste de este exceso de deuda, déficit fiscal y excesiva carga financiera que soportan algunas economías como la americana solo puede llegar por dos vías: a) mayor consolidación fiscal (más impuestos y/o menos gasto); b) mayor inflación que reduzca el valor real de la deuda a largo plazo. La solución probablemente sea una combinación de ambas opciones.

En cualquier caso, la consolidación fiscal, si los "bond vigilantes" empiezan a presionar la rentabilidad de la deuda pública (el coste de financiación de EE. UU.), va a ser inevitable, con las implicaciones que esto pueda tener en forma de menor consumo y menores beneficios empresariales.

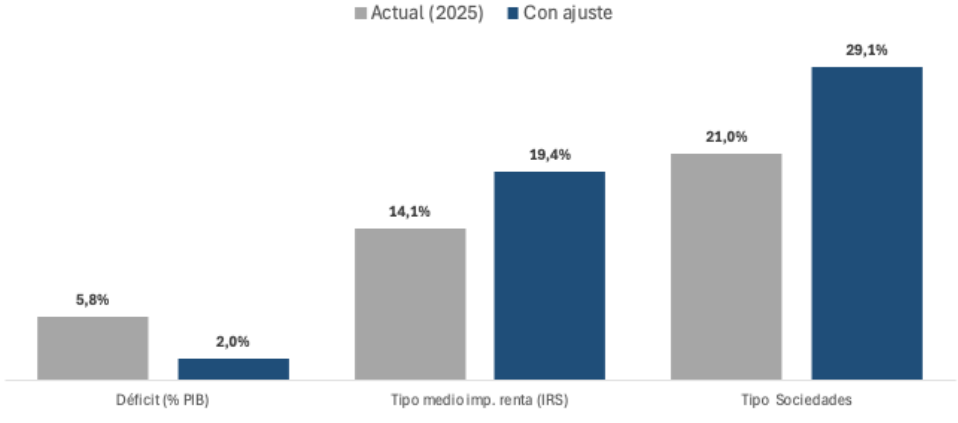
La consolidación fiscal. Asumir que esta situación puede seguir así mucho tiempo es una posibilidad, pero mucho nos tememos que en algún momento vamos a ver presiones en EE. UU. para que se implementen políticas de consolidación fiscal (subir tipos impositivos, reducir exenciones, recortar partidas, revisar la inversión pública, etc.).

Según nuestros cálculos, para ajustar hoy en día el déficit de EE. UU. al entorno del 3% (aproximadamente un trillón de dólares), si solo actuamos por el lado de los ingresos y mantenemos la proporción actual entre cuánto se recauda a nivel federal por el impuesto sobre la renta y por el impuesto de sociedades, el impuesto sobre la renta tendría que asumir un 85% de ese esfuerzo, lo que implicaría subir el tipo impositivo federal casi un 30% pasando del tipo medio del 14% al 18% y el impuesto de sociedades pasaría del 21% al 25% (las empresas asumirían el otro 15% del esfuerzo). Hemos añadido también el esfuerzo que supondría llevarlo al 2% de déficit (ver ambos gráficos inferiores).

Llevar el déficit de EE. UU. al 3% del PIB - Implicaciones en Recaudación



Llevar el déficit de EE. UU. al 2% del PIB - Implicaciones en Recaudación



La segunda vía es la inflación. Si lo que asumimos es que la devolución o disminución de la deuda se hace por la vía de la inflación (que la deuda en términos reales cada año valga menos), entonces deberíamos asumir que precisamente lo que vamos a tener es “inflación” y en ese contexto debemos pensar que los tipos de interés deberían estar en unos niveles acordes a esa “inflación” y, a buen seguro, el coste de servicio a la deuda iría incrementándose en los próximos años según fueran venciendo emisiones más baratas. Esto sin asumir el incremento de la cantidad nominal de deuda nueva necesaria todos los años para cubrir un déficit que hoy está claramente por encima de la inflación (a causa del déficit, este año 2026 el Tesoro tendrá que colocar en torno a 2 trillones de dólares de nueva emisión neta).

En este caso, hay que asumir que el ajuste se verá también reflejado en la moneda. El dólar sigue disfrutando de los frutos de ser la moneda de reserva mundial, lo que durante muchos años le ha permitido financiarse a tipos muy bajos, realidad que podría estar empezando a cuestionarse algo más por parte de los “bond vigilantes”. El riesgo, por tanto, no es un impago nominal, sino que la variable de ajuste acaba siendo la propia moneda y el poder adquisitivo de quienes la poseen, lo que no es otra cosa que el “empobrecimiento del dólar”. En 2025 ya tuvimos un anticipo, con una depreciación del dólar superior al 10% frente a la mayoría de sus monedas de contrapartida, una de las más pronunciadas desde los años 70.

Aunque nos hemos centrado en EE. UU., la misma lógica es aplicable, con matices, a Reino Unido y Francia. Con una diferencia nada menor: ninguno de los dos cuenta con el privilegio de emitir la moneda de reserva mundial, lo que les deja mucho menos margen ante un mercado que, como estamos viendo, ha empezado a exigir una compensación acorde con su realidad fiscal.

Implicaciones para los mercados de renta variable

Comentábamos el año pasado que la inflación, la deuda pública y los déficits fiscales llevaban mucho tiempo conviviendo sin que los mercados mostraran síntomas de preocupación y que, de seguir así, esta realidad cambiaría. Parece que ahora sí estamos asistiendo a una primera llamada de atención sobre el rigor presupuestario: el mercado de bonos ha dejado de ignorar esta situación macro y los “bond vigilantes” están mandando mensajes muy explícitos a determinados países.

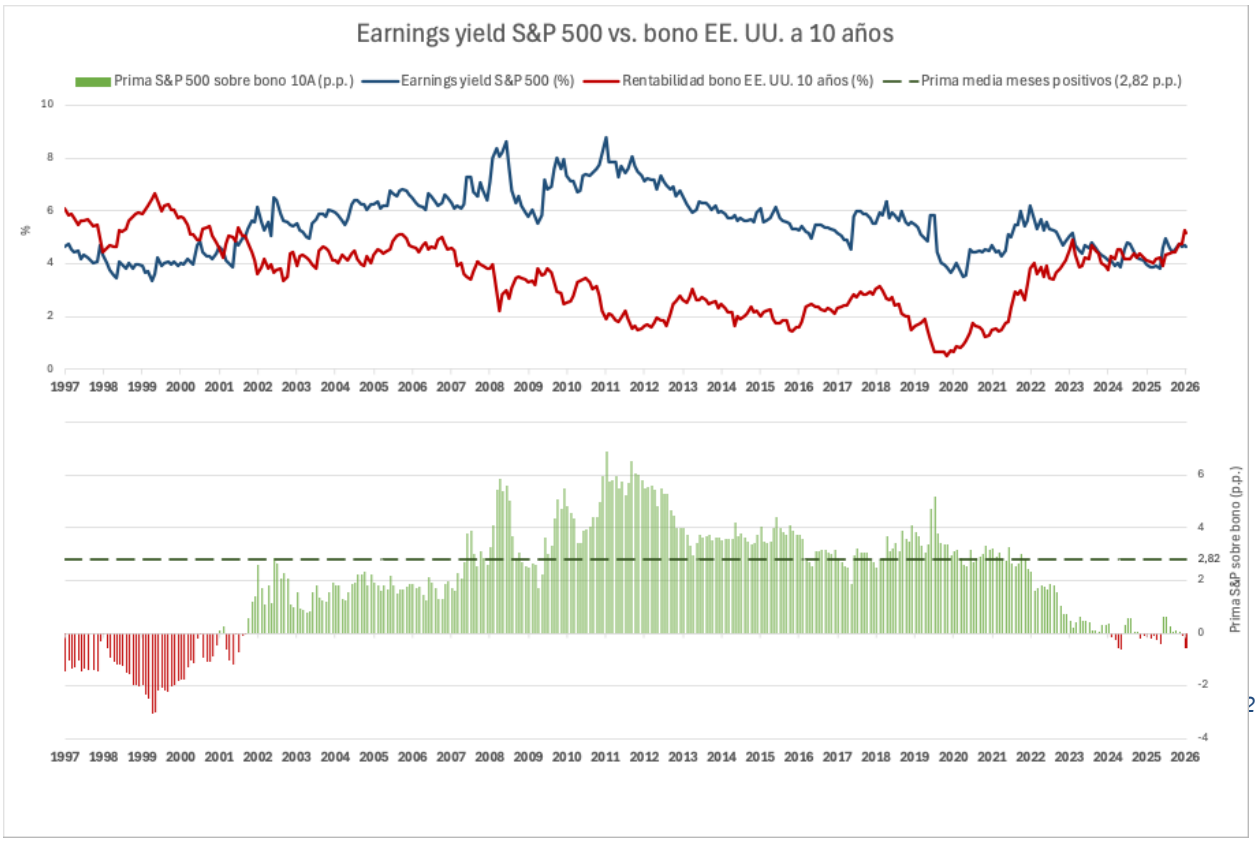
Sin embargo, en estos últimos meses, los mercados no han mostrado síntomas de fatiga alguna en las valoraciones, cosa que nos sorprende especialmente cuando miramos la renta variable y, en particular, el segmento de crecimiento. Es cierto que por ahora no se están dando condiciones financieras restrictivas (falta de crédito y/o financiación cara). El mercado sigue valorando muchos activos sobre la expectativa de dinero barato y abundante.

Crédito y renta variable: un desacoplamiento

Dado que la deuda pública está descontando ya este nuevo escenario, se ha producido un desacoplamiento llamativo entre la rentabilidad que los inversores en deuda están exigiendo y aquella que exigen los inversores en acciones.

La renta variable sigue apoyada en previsiones de crecimiento de beneficios que no han descontado esta realidad de mayores costes de financiación. Estas valoraciones, si atendemos a los nuevos tipos de interés a los que se financian Estados y empresas, solo son sostenibles si se asume que los resultados van a crecer a tasas anuales compuestas muy significativas. De no ser así, los mercados deberían ajustar la valoración de muchas compañías.

En el gráfico inferior vemos cómo el "yield gap", el diferencial de rentabilidad, entre el bono a 10 años y la inversa del PER (que equivale a la rentabilidad implícita a la que se están comprando los beneficios del S&P 500) se encuentra en territorio negativo; es decir, el bono a 10 años ofrece más rentabilidad que la que ofrecen los beneficios del S&P 500. Aunque esta situación no es del todo nueva, porque hemos tenido algunos episodios de "gap negativo" desde 2023, sí es cierto que se está empezando a dar de manera cada vez más recurrente y que las dinámicas son cada vez "menos" favorables a la hora de justificar este diferencial de rentabilidad.



En un puro ejercicio teórico, y atendiendo a cuál ha sido la prima de rentabilidad a la que ha cotizado el S&P 500 por encima del bono a 10 años (un 2,8% de media en los últimos 25 años), hoy en día deberíamos exigir una rentabilidad cercana al 8% a la renta variable en EE. UU. (rentabilidad actual del bono a 10 años en EE. UU. del 5,2% + 2,8% de diferencial); es decir, el PER medio al que deberíamos invertir en el S&P 500 sería ligeramente superior a las 12 veces (1/12=8,3%).

Nos encontramos en una situación en la que el S&P 500 cotiza a unas 22 veces beneficios y, si lo equiponderáramos (es decir, si las 500 compañías pesaran lo mismo para restar la incidencia de las "super big techs"), estaríamos en unas 18 veces beneficios; en ambos casos, muy lejos de esas 12 veces.

Ante esta situación caben, a nuestro juicio, solo cuatro opciones:

1) El mercado de renta variable ignora de manera permanente la realidad macroeconómica (déficits, inflación y tipos de interés) y puede convivir durante mucho tiempo con esta anomalía de rentabilidades.

2) El mercado descuenta un crecimiento de beneficios muy significativo que hace que el múltiplo de beneficios actual se ajuste a la baja en pocos meses (y la rentabilidad implícita de los beneficios aumente).

3) El mercado cree que esta situación de inflación y déficits es fácilmente reversible.

4) Antes o después se tienen que ajustar las valoraciones de la renta variable para acomodarlas a la nueva realidad de tipos de interés.

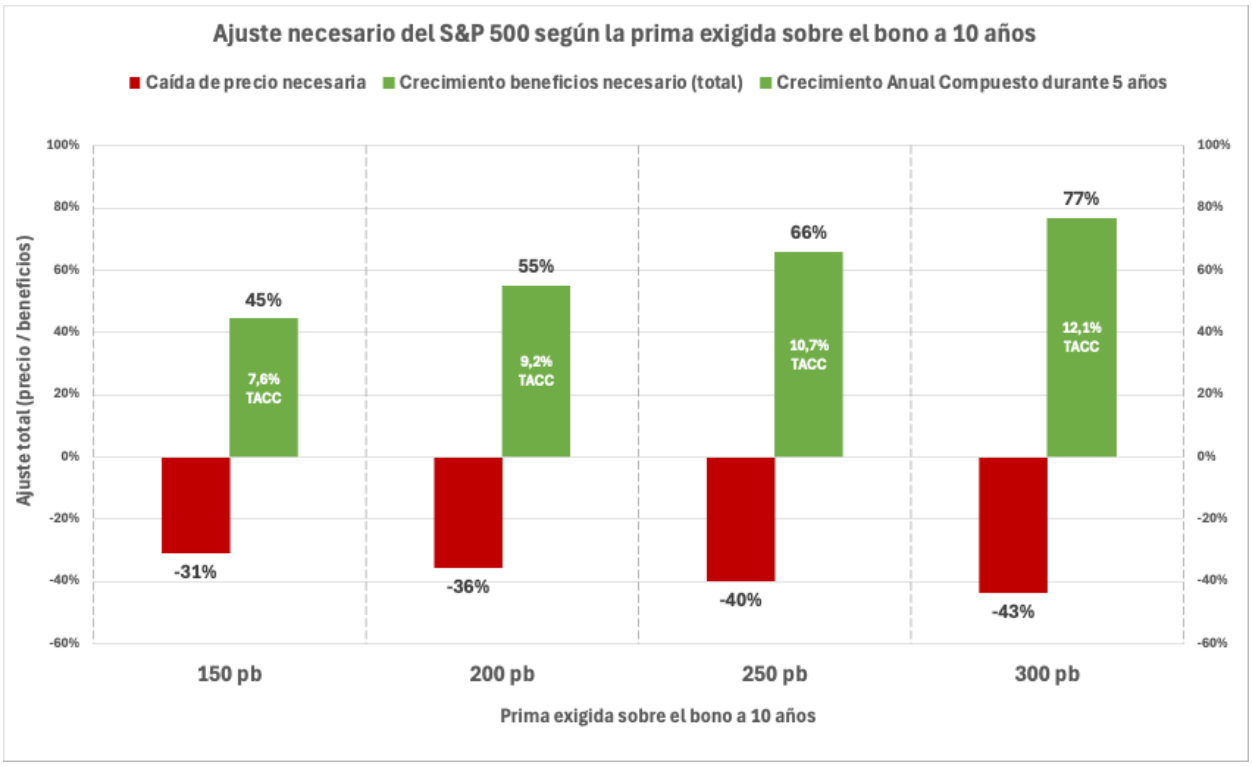
No tenemos respuesta sobre qué opción va a ser la "ganadora", pero, para aportar algo de perspectiva al menos sobre las opciones 2 y 4 (que son las que vemos más plausibles), hemos hecho un pequeño ejercicio de sensibilidad. Si asumimos que la "opción 2 – Crecimiento de beneficios muy sustantivo" es la opción más probable, y que los déficits y la inflación van a seguir presentes durante una larga temporada (algo muy probable), tenemos también que asumir que la rentabilidad de los bonos a 10 años va a seguir siendo tan exigente o más que ahora, lo que quiere decir que los beneficios tendrían que crecer en los próximos años a tasas compuestas de entre el 8% y el 12%, dependiendo del diferencial de rentabilidad que exijamos.

Si esta realidad de crecimiento no se da y asistimos, a causa de la inflación, de unos costes de financiación más restrictivos, a unos tipos de interés más altos, a un cierto enfriamiento de la economía y de los resultados por las subidas impositivas que antes hemos comentado, entonces deberíamos ver un ajuste por el lado de la valoración de los mercados y, en ese escenario, podríamos estar hablando de correcciones de doble dígito alto.

En el siguiente gráfico hemos intentado recoger de manera un poco agregada ambas opciones: cuánto tendrían que crecer los resultados (columna verde), dependiendo de cuánta prima de rentabilidad le exijamos por encima del bono a 10 años, para justificar las valoraciones a las que cotiza hoy, o bien cuánto tendría que caer el S&P 500 (columna roja) si este crecimiento no llega.

Ajuste necesario del S&P 500 según la prima exigida sobre el bono EE. UU. a 10 años					
Prima exigida sobre el bono a 10 años (pb)	Rentabilidad objetivo de los Beneficios S&P (%)	PER implícito al que deberia cotizar S&P500	Caída de precio necesaria	Crecimiento beneficios necesario (total)	Crecimiento Anual Compuesto Necesario de los beneficios durante los proximos 5 años
150 pb	6,69	14,9x	(30,8%)	44,5%	7,6%
200 pb	7,19	13,9x	(35,6%)	55,3%	9,2%
250 pb	7,69	13,0x	(39,8%)	66,1%	10,7%
300 pb	8,19	12,2x	(43,5%)	76,9%	12,1%

Caída de precio: con beneficios constantes, cuánto debe bajar el índice para que su earnings yield = bono + prima.
Crecimiento de beneficios: con el precio plano, cuánto deben subir los beneficios en el horizonte indicado.
Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Conclusiones

1. **Los mercados de deuda han empezado a presionar los déficits.** El repunte de las rentabilidades de la deuda pública en EE. UU., Reino Unido y Francia, con el bono a 10 años en niveles no vistos en dos décadas, es la respuesta de los inversores a unas cuentas públicas que consideran cada vez menos sostenibles.

2. **La consolidación fiscal es cada vez más probable.** Estabilizar la deuda en EE. UU. exigiría un ajuste del orden de 3,5 puntos de PIB, y algo parecido cabe decir de las economías europeas con déficits estructurales similares, como Francia o Reino Unido. Lo que más llama la atención del caso americano es el momento en que se produce: un déficit cercano al 6% del PIB (2 trillones de dólares en el año fiscal 2026) con pleno empleo y una economía en expansión, sin crisis ni emergencia que lo justifique. Si el ajuste llega por la vía de más impuestos o menos gasto, lo notarán el consumo y los beneficios empresariales; si se aplaza, será el propio mercado quien lo imponga a través de tipos más altos.

3. **Tendremos que acostumbrarnos a convivir con más inflación.** Llevamos más de cinco años con la inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales, y la inflación acumulada en EE. UU. desde 2020 ha tenido uno de los peores registros de los últimos 60 años. Para muchos gobiernos, diluir la deuda mediante inflación resulta una salida menos dolorosa que el ajuste fiscal.

4. **El desacoplamiento entre bonos y bolsa no puede durar indefinidamente.** Mientras la deuda pública ha empezado a exigir mayores rentabilidades por los desajustes presupuestarios e inflaciones persistentes de algunas economías, siendo la más representativa la de EE. UU., la renta variable sigue descontando un escenario mucho menos consecuente. No sabemos cuánto tiempo pueden coexistir estas dos visiones, pero si los beneficios no crecen a las tasas esperadas en los próximos meses, es muy posible que asistamos a ajustes de valoración significativos, sobre todo en el segmento “growth”, el más sensible a unos tipos de interés más altos.

Muchas gracias

Muza Gestión de Activos

Octubre 2026

MUZA

LA MUZA INVERSIONES, SICAV **Carta Trimestral, 30 de septiembre de 2026**

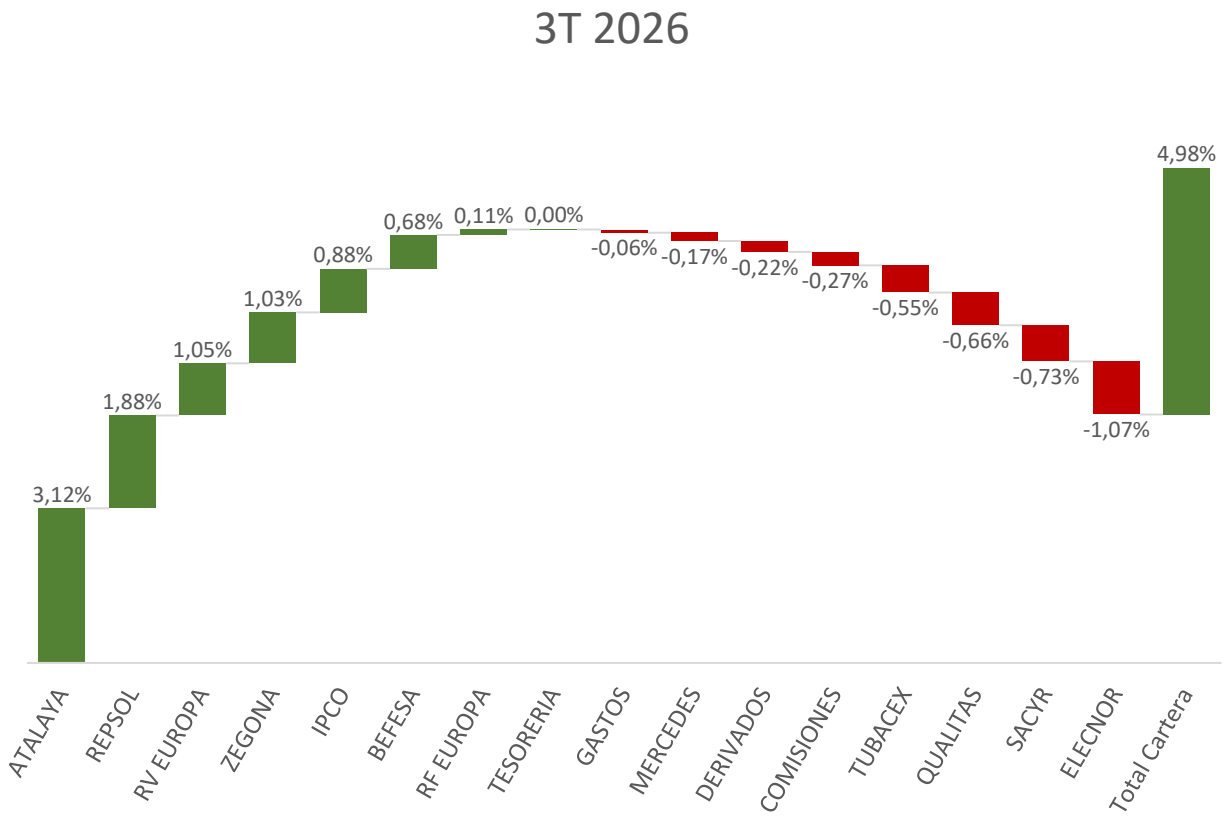
Rentabilidad histórica

	LA MUZA	STOXX
Rentabilidad Total	1.473,1%	347,4%
Rentabilidad anualizada	10,5%	5,6%

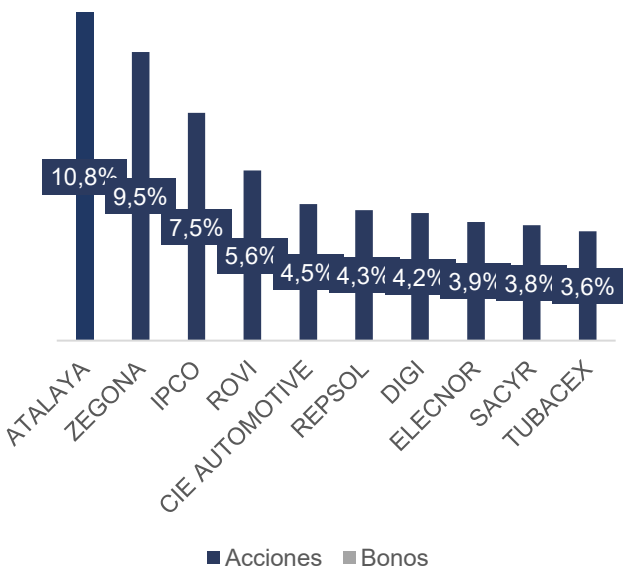
Rentabilidad mensual y anual

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%	4,30%	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%)	3,12%	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%	2,44%	3,82%	4,34%	44,85%	19,80%
2026	5,61%	6,51%	(3,45%)	3,11%	1,22%	(4,24%)	1,26%	3,99%	(0,30%)				13,96%	12,22%

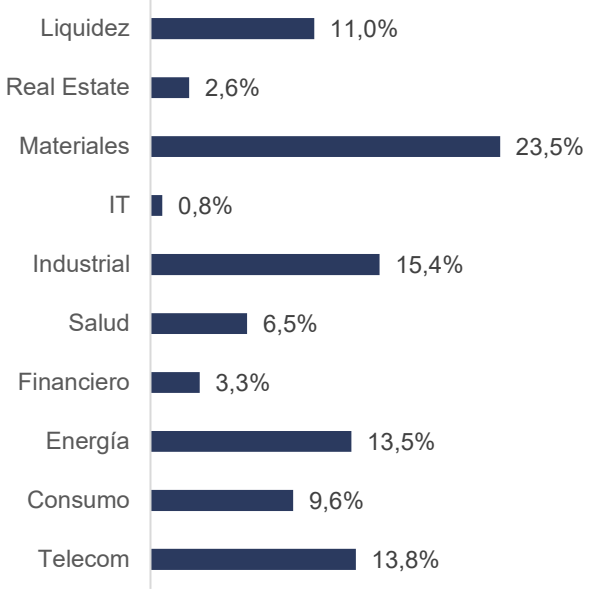
Atribución de resultados – 3T



Principales posiciones



Distribución sectorial



MUZA

INFORMACIÓN GENERAL

Vehículo: LA MUZA INVERSIONES, SICAV

Fecha Inicio: 30/03/1999

Patrimonio: €326,6 millones

Valor Liquidativo a 30/09/2026: €94,388

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. Depositaría: 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. Algunas de las afirmaciones contenidas en esta presentación constituyen "perspectivas futuras". En concreto, cualquier afirmación, expresa o implícita, relativa a "eventos futuros" o "expectativas" debe ser considerada 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 SGIIC SA

INFORMACIÓN DE CONTACTO

www.muzagestion.com

Calle de Castelló, 128 - planta 9.

28006 Madrid

Teléfono: +34 911 634 812

info@muzagestion.com