

MUZA, FI
Nº Registro CNMV: 5391

Informe Semestral del Primer semestre de 2025

Gestora: MUZA GESTIÓN DE
ACTIVOS, SGIIC, S.A.

Depositario: CACEIS Bank Spain
SAU

Auditor:
PRICEWATERHOUSECOOPERS
AUDITORES, S.L

Grupo Gestora: MUZA GESTIÓN
DE ACTIVOS, SGIIC, S.A.

Grupo Depositario: CREDIT
AGRICOLE

Rating Depositario: Baa1

Fondo por compartimentos: NO

El presente informe junto con los últimos informes periodicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.muzagestion.com.

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

Dirección

C/ CASTELLO, 128 9º PLANTA 28006 - MADRID (MADRID) (911634812)

Correo electrónico

info@muzagestion.com

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: inversores@cnmv.es).

INFORMACIÓN FONDO

Fecha de registro: 21-06-2019

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Vocación inversora: Renta Variable Internacional
Perfil de riesgo: 4, en una escala de 1 a 7

Descripción general

Política de inversión:

El fondo tiene un mínimo del 75% de la exposición total en renta variable, sin predeterminación respecto a capitalización bursátil ni sector. Los mercados/emisores no están predeterminados, pudiendo invertir en cualquier área geográfica, incluyendo países emergentes, pudiendo existir puntualmente concentración geográfica y/o sectorial.

El resto de la exposición será principalmente en renta fija de emisores públicos de países OCDE con duración inferior a 12 meses, no obstante no se descarta puntualmente la exposición a renta fija pública y/o privada sin predeterminación en cuanto a emisores/mercados, incluyendo países emergentes, ni a la duración. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos, así como instrumentos del mercado monetario cotizados o no, que sean líquidos. La calificación crediticia para las emisiones de renta fija será al menos media (BBB- por S&P o equivalente) o si fuera inferior, el rating que tenga el Reino de España en cada momento. La metodología de selección de valores, se centra en la filosofía de valor que consiste en los principios básicos de la inversión en Valor fundamentado en la inversión en compañías a un precio por debajo de su valor intrínseco o real. La exposición a riesgo de divisa será de 0%-100%. Se podrá invertir hasta el 10% en IIC financieras. Directamente solo se realizan derivados negociados en mercados organizados de derivados como cobertura, si bien se podrán realizar indirectamente en organizados o no como cobertura o inversión.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España.

La IIC diversifica las inversiones en los activos mencionados anteriormente en, al menos, seis emisiones diferentes. La inversión en valores de una misma emisión no supera el 30% del activo de la IIC.

Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de instrumentos financieros derivados es el importe del patrimonio neto.

La estrategia de inversión del fondo conlleva una alta rotación de la cartera. Esto puede incrementar sus gastos y afectar a la rentabilidad.

Operativa en instrumentos derivados

Inversión y Cobertura para gestionar de un modo más eficaz la cartera

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método de compromiso.

Una información más detallada sobre la política de inversión del fondo se puede encontrar en su folleto informativo.

ISF005391

Divisa de denominación
EUR

2) Datos económicos.

	Período actual	Período anterior	2025	2024
Índice de rotación de la cartera	0,16	0,00	0,16	0,17
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	2,26	3,39	2,26	3,56

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Período actual	Período anterior					
Nº de participaciones	1.222.849,79	1.281.209,51					
Nº de participes	152	150					
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	0,00					
Inversión mínima	.00 EUR						
¿Distribuye dividendos? NO							
Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del periodo (EUR)					
Período del informe	24.196	19,7865					
2024	21.454	16,7449					
2023	22.589	16,9619					
2022	19.480	15,5203					
Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio							
Comisión de gestión						Base de cálculo	Sistema imputación
% efectivamente cobrado							
Periodo			Acumulada			Base de cálculo	Sistema imputación
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,50	1,40	1,90	0,50	1,40	1,90	Mixta	al fondo
Comisión de depositario							
% efectivamente cobrado			Base de cálculo				
Periodo	Acumulada	Base de cálculo					
0,03	0,03	Patrimonio					
Nota: El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.							

2.2) Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

A) Individual

Rentabilidad (% sin anualizar)

	Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
		Último Trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
Rentabilidad IIC	18,16	10,93	6,52	-1,68	-5,29	-1,28	9,29	7,35	0,00

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último Año		Últimos 3 Años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-4,94	04-04-2025	-4,94	04-04-2025	-3,43	24-01-2022
Rentabilidad máxima (%)	2,76	10-04-2025	2,76	10-04-2025	2,83	07-07-2022

(i) Sólo se informa para las clases con una antigüedad mínima del periodo solicitado y siempre que no se haya modificado su vocación inversora.

Se refiere a las rentabilidades máximas y mínimas entre dos valores liquidativos consecutivos.

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es diaria.

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el período.

Medidas de riesgo (%)

	Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
Volatilidad(ii) de:									
Valor liquidativo	16,85	19,58	13,65	9,33	13,28	10,15	8,43	15,27	29,15
Ibex-35	19,67	23,89	14,53	13,31	13,66	13,31	13,84	19,37	33,84
Letra Tesoro 1 año	0,08	0,08	0,08	0,09	0,11	0,11	0,13	0,07	0,46
VaR histórico(iii)	7,57	7,57	7,57	15,32	15,32	15,32	16,43	18,66	22,87

(ii) Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de distintas referencias. Sólo se informa de la volatilidad para los periodos con política de inversión homogénea.

(iii) VaR histórico: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

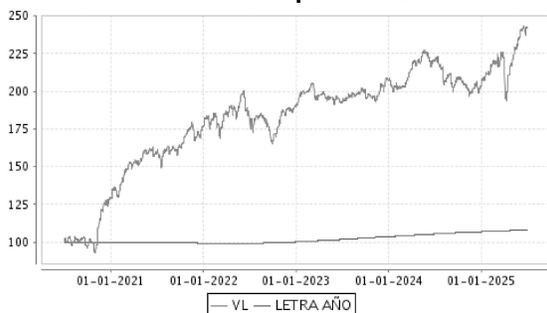
(continuación)

Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

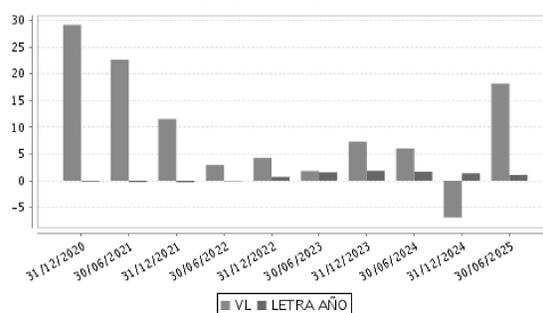
Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
0,57	0,29	0,28	0,27	0,29	1,14	1,18	1,11	1,20

(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

Gráficos evolución valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



B) Comparativa

Durante el periodo de referencia, la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora se presenta en el cuadro adjunto. Los fondos se agrupan según su vocación inversora.

Vocación inversora	Patrimonio gestionado* (miles de euros)	Nº de participes	Rentabilidad periodo media**
Renta Variable Internacional	22.726	151	18,16
Total	22.726	151	18,16

*Medias.

**Rentabilidad media ponderada por patrimonio medio (%) de cada FI en el periodo.

2.3) Distribución del patrimonio al cierre del período (Importe en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	23.974	99,08	21.181	98,73
* Cartera interior	15.259	63,06	14.649	68,28
* Cartera exterior	8.666	35,81	6.493	30,27
* Intereses de la cartera de inversión	50	0,21	39	0,18
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	207	0,86	68	0,32
(+/-) RESTO	15	0,06	205	0,95
PATRIMONIO	24.196	100,00	21.454	100,00

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4) Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación período actual	Variación período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO ANTERIOR	21.454	23.704	21.454	
+/- Suscripciones/ reembolsos (neto)	-4,74	-2,67	-4,74	81,53
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	16,80	-7,45	16,80	-330,37
(+/-) Rendimientos de gestión	19,01	-7,49	19,01	-359,22
+ Intereses	0,12	0,24	0,12	-50,41
+ Dividendos	2,85	4,44	2,85	-34,46
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,03	0,00	-0,03	3.829,24
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	15,91	-12,15	15,91	-233,81
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	0,18	-0,03	0,18	-801,85
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Otros resultados	-0,02	0,00	-0,02	63.225,03
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-2,21	0,04	-2,21	-5.692,59
- Comisión de gestión	-1,89	0,04	-1,89	-4.562,88
- Comisión de depositario	-0,03	-0,04	-0,03	0,75
- Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,02	-0,03	55,80
- Otros gastos de gestión corriente	-0,01	0,00	-0,01	352,56
- Otros gastos repercutidos	-0,24	0,06	-0,24	-530,14
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	118,50
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	118,50
PATRIMONIO ACTUAL	24.196	21.454	24.196	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

3. Inversiones financieras

3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del período)

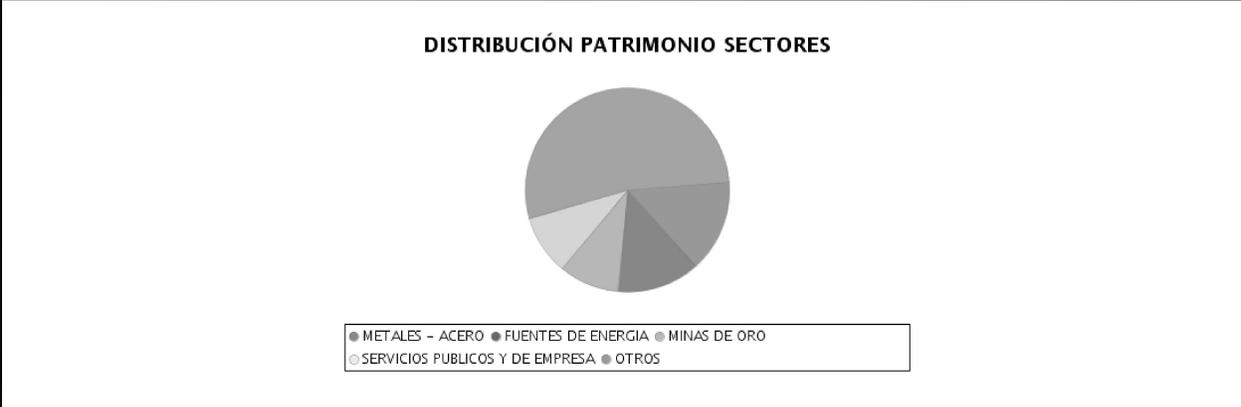
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
REPOJSPAIN GOVERNMENT B 2.22 2025-01-02	EUR			2.000	9,32
REPOJSPAIN LETRAS DEL T 1.20 2025-07-01	EUR	1.000	4,13		
ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		1.000	4,13	2.000	9,32
RFIJA OHL OPERACIONES 5.10 2026-03-31	EUR	126	0,52	199	0,93
Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		126	0,52	199	0,93
ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	542	2,24	186	0,86
ACCIONES AZCOYEN	EUR	877	3,62	579	2,70
ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	1.664	6,88	1.716	8,00
ACCIONES ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	260	1,07	333	1,55
ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	690	2,85	624	2,91
ACCIONES REPSOL SA	EUR	1.107	4,57	1.040	4,85
ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	1.117	4,62	1.061	4,95
ACCIONES AC.ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	107	0,44	106	0,49
ACCIONES TUBACEX SA	EUR	1.981	8,19	1.485	6,92
ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	1.267	5,24	1.457	6,79
ACCIONES LLORENTE & CUENCA SA	EUR	146	0,60	95	0,44
ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	678	2,80	912	4,25
ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA	EUR	333	1,38	326	1,52
ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	242	1,00	212	0,99
ACCIONES GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR			266	1,24
ACCIONES SINGULAR PEOPLE	EUR	300	1,24	242	1,13
ACCIONES OBRASCON	EUR			68	0,32
ACCIONES SACYR SA	EUR	1.188	4,91	1.064	4,96
ACCIONES ACERINOX SA	EUR	422	1,74	538	2,51
ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR	955	3,95		
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR			139	0,65
ACCIONES NICOLAS CORREA	EUR	256	1,06		
RV COTIZADA		14.133	58,40	12.450	58,03
RENTA FIJA COTIZADA		126	0,52	199	0,93
RENTA FIJA		1.126	4,65	2.199	10,25
RENTA VARIABLE		14.133	58,40	12.450	58,03
INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		15.259	63,05	14.649	68,28
RFIJA INTERNATIONAL PE 7.25 2027-02-01	USD	70	0,29	79	0,37
Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		70	0,29	79	0,37
ACCIONES MERCEDES BENZ GROUP	EUR	844	3,49	784	3,66
ACCIONES HGEARS AG	EUR	15	0,06	17	0,08
ACCIONES ATALAYA MINING PLC	GBP	2.177	9,00	1.783	8,31
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	659	2,73	622	2,90
ACCIONES ZEGONA COMMUNICATIONS PLC	GBP	1.066	4,40		
ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	1.884	7,79	1.511	7,04
ACCIONES FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD			121	0,56
ACCIONES APERAM W/I	EUR	252	1,04	225	1,05
ACCIONES BERKELEY ENERGIA LTD (BKY SM)	EUR	138	0,57	80	0,37
ACCIONES BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	1.193	4,93	666	3,11
ACCIONES NAVIGATOR	EUR			235	1,09
ACCIONES QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	368	1,52	343	1,60
ACCIONES NABALTEC AG (NTG GY)	EUR			27	0,13
RV COTIZADA		8.595	35,53	6.414	29,90
RENTA FIJA COTIZADA		70	0,29	79	0,37
RENTA FIJA		70	0,29	79	0,37
RENTA VARIABLE		8.595	35,53	6.414	29,90
INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		8.666	35,82	6.493	30,27
INVERSIONES FINANCIERAS		23.925	98,87	21.142	98,55
Inversiones Dudosas, Morosas o en Litigio					

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

* Para los valores negociados habrá que señalar si se negocian en Bolsa o en otro mercado oficial.

Los productos estructurados suponen un 0,00 % de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio



3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal suscripciones/reembolsos		X
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		X
c. Reembolso de patrimonio significativo		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Sustitución de la sociedad gestora		X
f. Sustitución de la entidad depositaria		X
g. Cambio de control de la sociedad gestora		X
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
i. Autorización del proceso de fusión		X
j. Otros hechos relevantes		X

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No ha tenido ningún tipo de hechos relevantes

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (superior al 20%)	X	
b. Modificaciones del escasa relevancia en el reglamento		X
c. Gestora y el Depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente	X	
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora o depositario, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo	X	
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas	X	

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

<p>Durante el semestre se han llevado a cabo operaciones vinculadas consideradas repetitivas o de escasa relevancia</p> <p>Se han realizado operaciones de compra de repo en los que el depositario ha actuado como vendedor por importe de 92.400.000,00 euros 6.35%</p> <p>Se han realizado operaciones de venta de repo en los que el depositario ha actuado como comprador por importe de 92.409.428,25 euros 6.35%</p> <p>Tipo medio aplicado en repo con el resto del grupo del depositario: 2,52</p> <p>Uno de los consejeros presenta un conflicto de intereses ya que es accionista indirecto en un porcentaje significativo del 10% de la sociedad cotizada AZKOYEN SA de la que también es consejero dominical y las carteras de las IICs están invertidas en dicha sociedad con una participación significativa agregada del 3,99%</p>
--

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

9. Anexo explicativo del informe periódico

<p>1.SITUACIÓN DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO</p> <p>a)Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>Política Monetaria y Tipos de Interés</p> <p>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.</p> <p>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</p>
--

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.

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 importarnos 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.

b)Decisiones generales de inversión adoptadas

Inversión en acciones cuyos negocios se encuentran infravalorados por el mercado.

c)Índice de referencia

STOXX Europe 600 NR (incluye dividendos). Dicho índice obtuvo una rentabilidad del +8,11% en el periodo, que compara con un +18,17% del fondo, es decir, un diferencial en rentabilidad de 10,06%.

d)Evolución del Patrimonio, participes, rentabilidad y gastos de la IIC

El patrimonio sube desde 21,4 millones de euros hasta 24,2 millones de euros, es decir un 13,08%. El número de participes sube de 150 a 152. La rentabilidad en el semestre ha sido de un +18,17%. La rentabilidad de la Letra del Tesoro a un Año para este periodo ha sido de +0,22%.

e)Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora

La rentabilidad del fondo hasta el 30/06/2025 ha sido del +18,17%, que compara con el +19,83% de la SICAV (La Muza Inversiones)

2.INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

a)Inversiones concretas realizadas durante el periodo

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

b) Operativa de préstamos de valores

No aplica.

c) Operativa en derivados y adquisición temporal de activos

Compra y venta de opciones y futuros sobre acciones e índices.

d) Otra información sobre inversiones

No aplica.

3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD

El fondo no tiene ningún objetivo concreto de rentabilidad, más allá de obtener una revalorización a largo plazo del capital invertido.

4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO

La volatilidad del fondo hasta el 30/06/2025 ha sido del 16,85%, que compara con el 0,08% de la Letra del Tesoro a 1 año.

5. EJERCICIO DERECHOS POLÍTICOS

El ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a los valores que integren las carteras de las IIC se hará, en todo caso, en interés exclusivo de los socios y partícipes de las IIC gestionadas. El Consejo de Administración de la Sociedad Gestora ha establecido (tanto para cumplir con la normativa legal vigente como para actuar en interés de los socios y partícipes de las IIC gestionadas) que siempre se ejercerán los derechos de asistencia y voto en las Juntas Generales de Accionistas si se da cualquiera de los siguientes supuestos: i) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, siempre que la participación de las IIC y resto de carteras institucionales gestionadas por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora tuviera una antigüedad superior a DOCE (12) meses y dicha participación represente, al menos, el UNO POR CIENTO (1%) del capital de la sociedad emisora. ii) Cuando el ejercicio del derecho de asistencia comporte el pago de una prima.

Durante el ejercicio se ha delegado el voto en las Juntas Generales de Accionistas de las siguientes compañías: ACERINOX, AZKOYEN, ELECNOR, ENCE, GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA, IBERPAPEL, INMOBILIARIA DEL SUR, INVERSA PRIME, LLORENTE Y CUENCA, MIQUEL Y COSTAS, NICOLAS CORREA, SINGULAR PEOPLE, TUBACEX Y SACYR.

6. INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS CNMV

Nada que indicar.

7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS

No aplica.

8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANÁLISIS

El fondo ha soportado durante el primer semestre de 2025 gastos derivados de los servicios de análisis financiero sobre inversiones. Los servicios de análisis constituyen pensamiento original y proponen conclusiones significativas, que no son evidentes o de dominio público, derivadas del análisis o tratamiento de datos, que pueden contribuir a mejorar la toma de decisiones de inversión para la Sociedad. Esta Sociedad Gestora elabora un presupuesto anual de gastos de análisis con la correspondiente asignación de los costes a soportar por cada IIC. La periodificación e imputación en el valor liquidativo de cada IIC de los gastos asignados se realiza diariamente. Los gastos de análisis soportados por el fondo en el primer semestre de 2025 han ascendido a 4.230,00 euros, equivalentes a un 0,02% del patrimonio medio del fondo durante el ejercicio.

9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS)

No aplica.

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVISIBLE DEL FONDO

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.

10. Información sobre las políticas de remuneración

Sin información

11. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total

Sin información

Recibido. Firmado _____