

## LA MUZA INVERSIONES SICAV SA

Nº Registro CNMV: 425

### 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

**Sociedad por compartimentos:** NO

El presente informe junto con los últimos informes periodicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.muzagestion.com](http://www.muzagestion.com).

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

#### Dirección

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

#### Correo electrónico

[info@muzagestion.com](mailto: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](mailto:inversores@cnmv.es)).

## INFORMACIÓN SOCIEDAD

Fecha de registro: 05-03-1999

### 1. Política de inversión y divisa de denominación

#### Categoría

Tipo de sociedad: Otros

Vocación inversora: Global

Perfil de riesgo: 4, en una escala de 1 a 7

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

#### Descripción general

Política de inversión:

La SICAV podrá invertir hasta el 10% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

Se podrá invertir, de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo, pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos. No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes.

La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. Podrán incluso tomarse posiciones cortas para aprovechar una eventual tendencia bajista en algún mercado.

La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión.

#### 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 de la sociedad se puede encontrar en su folleto informativo.

#### Divisa de denominación

EUR

## 2) Datos económicos.

	Período actual	Período anterior	2025	2024
Índice de rotación de la cartera	0,23	0,10	0,23	0,33
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	2,73	3,59	2,73	3,76

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 acciones en circulación	3.293.736,00	3.469.597,00
Nº de accionistas	237	221
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)	0,00	0,00

¿Distribuye dividendos? NO

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del periodo (EUR)		
		Mín	Máx	Fin de periodo
Período del informe	225.696	54,1474	68,8329	68,5228
2024	198.407	54,9408	64,1436	57,1843
2023	211.926	51,9315	58,2833	57,9213
2022	200.535	44,7309	55,3346	51,9330

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

Comisión de gestión						Base de cálculo	Sistema imputación
% efectivamente cobrado							
Periodo			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,50		0,50	0,50		0,50	Patrimonio	

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Periodo	Acumulada	
0,02	0,02	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

### Rentabilidad (% sin anualizar)

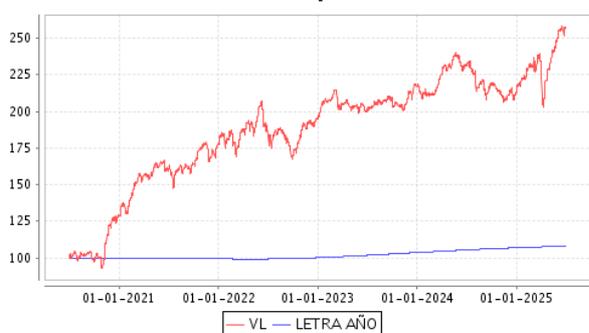
Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
	Ultimo Trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
19,83	11,79	7,19	-1,64	-5,78	-1,27	11,53	9,56	-3,08

### Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

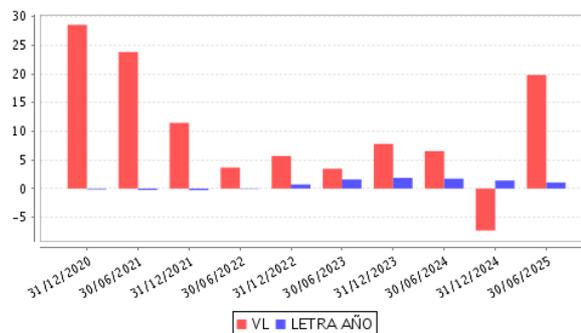
Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
0,54	0,27	0,27	0,27	0,28	1,10	1,11	1,10	1,15

(i) 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



## 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	222.109	98,41	196.125	98,85
* Cartera interior	141.692	62,78	134.720	67,90
* Cartera exterior	79.867	35,39	60.973	30,73
* Intereses de la cartera de inversión	550	0,24	432	0,22
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	269	0,12	126	0,06
(+/-) RESTO	3.317	1,47	2.155	1,09
<b>PATRIMONIO</b>	<b>225.696</b>	<b>100,00</b>	<b>198.407</b>	<b>100,00</b>

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	
<b>PATRIMONIO ANTERIOR</b>	<b>198.407</b>	<b>220.787</b>	<b>198.407</b>	
+/- Compra/ venta de acciones (neto)	-5,29	-2,95	-5,29	83,53
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	18,17	-7,88	18,17	-336,42
(+/-) Rendimientos de gestión	18,97	-7,40	18,97	-362,89
+ Intereses	0,12	0,23	0,12	-43,99
+ Dividendos	2,89	4,46	2,89	-33,56
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,02	0,00	-0,02	804,63
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	15,83	-12,08	15,83	-234,48
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	0,17	-0,01	0,17	-1.372,37
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Otros resultados	-0,02	0,00	-0,02	-17.132,84
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,80	-0,48	-0,80	68,44
- Comisión de gestión	-0,50	-0,50	-0,50	1,17
- Comisión de depositario	-0,02	-0,03	-0,02	1,16
- Gastos por servicios exteriores	-0,02	-0,01	-0,02	37,31
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	0,00	20,69
- Otros gastos repercutidos	-0,25	0,06	-0,25	-518,70
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	-80,52
+ 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	-80,52
+/- Revalorización inmuebles uso propio y result. por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>PATRIMONIO ACTUAL</b>	<b>225.696</b>	<b>198.407</b>	<b>225.696</b>	

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	%
REPO SPAIN GOVERNMENT B 2.34 2025-01-02	EUR			13.000	6,55
REPO SPAIN LETRAS DEL T 1.72 2025-07-01	EUR	9.800	4,34		
<b>ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		9.800	4,34	13.000	6,55
RFIJA OHL OPERACIONES  5.10 2026-03-31	EUR	1.415	0,63	2.233	1,13
<b>Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año</b>		1.415	0,63	2.233	1,13
ACCIONES ACERINOX SA	EUR	3.913	1,73	5.086	2,56
ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(	EUR	3.105	1,38	3.033	1,53
ACCIONES REPSOL SA	EUR	10.246	4,54	9.726	4,90
ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	15.709	6,96	16.030	8,08
ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	6.093	2,70	8.282	4,17
ACCIONES OBRASCON	EUR			627	0,32
ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	6.563	2,91	5.988	3,02
ACCIONES GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR			2.461	1,24
ACCIONES LLORENTE & CUENCA SA	EUR	1.206	0,53	784	0,40
ACCIONES AZCOYEN	EUR	8.235	3,65	5.443	2,74
ACCIONES TUBACEX SA	EUR	18.275	8,10	13.907	7,01
ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	2.411	1,07	2.132	1,07
ACCIONES NICOLAS CORREA	EUR	2.300	1,02		
ACCIONES AC.ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	1.074	0,48	1.070	0,54
ACCIONES SACYR SA	EUR	10.880	4,82	9.832	4,96
ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	10.741	4,76	9.819	4,95
ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	4.843	2,15	3.527	1,78
ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	11.743	5,20	13.627	6,87
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR			2.699	1,36
ACCIONES ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	2.400	1,06	3.083	1,55
ACCIONES SINGULAR PEOPLE	EUR	2.855	1,26	2.298	1,16
ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR	7.851	3,48		
<b>RV COTIZADA</b>		130.444	57,80	119.454	60,21
ACCIONES ALLIANZ, CMA. DE SEGUROS Y REAS	EUR	33	0,01	33	0,02
<b>RV NO COTIZADA</b>		33	0,01	33	0,02
<b>RENTA FIJA COTIZADA</b>		1.415	0,63	2.233	1,13
<b>RENTA FIJA</b>		11.215	4,97	15.233	7,68
<b>RENTA VARIABLE</b>		130.477	57,81	119.487	60,23
<b>INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		141.692	62,78	134.720	67,91
RFIJA INTERNATIONAL PE 7.25 2027-02-01	USD	675	0,30	760	0,38
<b>Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año</b>		675	0,30	760	0,38
ACCIONES BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	10.950	4,85	6.171	3,11
ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	5.823	2,58	4.342	2,19
ACCIONES NABALTEC AG (NTG GY)	EUR			436	0,22
ACCIONES BERKELEY ENERGIA LTD(BKY SM)	EUR	1.301	0,58	751	0,38
ACCIONES MERCEDES BENZ GROUP	EUR	7.715	3,42	7.304	3,68
ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	17.348	7,69	14.103	7,11
ACCIONES APERAM W/I	EUR	2.320	1,03	2.091	1,05
ACCIONES ZEGONA COMMUNICATIONS PLC	GBP	9.770	4,33		
ACCIONES HGEARS AG	EUR	131	0,06	150	0,08
ACCIONES ATALAYA MINING COPPER S.A	GBP	20.234	8,97	16.663	8,40
ACCIONES NAVIGATOR	EUR			2.467	1,24
ACCIONES FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD			2.350	1,18
ACCIONES QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	3.601	1,60	3.386	1,71
<b>RV COTIZADA</b>		79.192	35,11	60.213	30,35
<b>RENTA FIJA COTIZADA</b>		675	0,30	760	0,38
<b>RENTA FIJA</b>		675	0,30	760	0,38
<b>RENTA VARIABLE</b>		79.192	35,11	60.213	30,35
<b>INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		79.867	35,41	60.973	30,73
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>		221.559	98,19	195.693	98,64
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.

ISS000425

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 de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. 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. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		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, sociedad de inversión o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, directos 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, sociedad de inversión, 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

Solo existe un único accionista con mas del 20% de la SICAV con un 27,15% de participación con un total de 894250 acciones  
 Durante el semestre se han llevado a cabo operaciones vinculadas consideradas repetitivas o de escasa relevancia  
 Se han realizado operaciones de compra de repo en los que el depositario ha actuado como vendedor por importe de 914.700.000,00 euros 3.54%  
 Se han realizado operaciones de venta de repo en los que el depositario ha actuado como comprador por importe de 914.788.425,83 euros 3.54%  
 Tipo medio aplicado en repo con el resto del grupo del depositario: 2,36  
 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%

## 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

### 1. SITUACIÓN DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO

#### a) Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados

El primer semestre de 2025 ha estado marcado por una elevada volatilidad, influida principalmente por la escalada arancelaria de Estados Unidos y las tensiones en Oriente Medio. La imposición de nuevos aranceles en abril generó caídas significativas en los principales índices bursátiles, aunque la posterior pausa anunciada en julio ha permitido una recuperación general de los mercados. Paralelamente, el conflicto entre Israel e Irán impulsó temporalmente los precios del petróleo. En Europa, el refuerzo de la demanda de equipamiento militar contribuyó a un repunte de hasta un 70% en los valores del sector defensa durante el semestre. Destacar también el débil comportamiento del dólar estadounidense que ha perdido más de un 10% frente al euro en estos 6 primeros meses del año.

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

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

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

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

#### Política Monetaria y Tipos de Interés

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

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

#### Trasfondo de la Guerra Arancelaria

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

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

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

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

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

Primero: reducir el déficit comercial a costa de que el consumidor americano compre más producto local forzando a medio plazo una mayor repatriación capacidad manufacturera.

Segundo: Lograr unos mayores ingresos vía aranceles para el Estado.

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

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

Mas allá de la problemática laboral, decíamos además en nuestra anterior carta trimestral (marzo) que No es viable a corto plazo la pretendida relocalización industrial en EEUU (como tampoco lo sería en Europa porque cualquier acción en este sentido requiere de una gran cantidad de inversión en bienes de equipo, fábricas, logística etc., que requieren a su vez un fuerte compromiso por parte de las empresas para poder acometerlo).

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

EE.UU importa al año bienes por valor de casi 4 trillones de dólares, cualquier variación de las tasas arancelarias tiene un impacto sensible en la recaudación final vía aranceles. En los primeros 9 meses del año fiscal 2025 (que arrancó en septiembre del 2025), los aranceles aportaron unos ingresos de \$108 billones, lo que significa haber cuasi doblado los ingresos del año 2024 a 9 meses. Basado en estas cifras, las tarifas arancelarias se han convertido ya a día de hoy, en la tercera mayor fuente de ingresos del presupuesto federal por detrás de los impuestos a personas físicas y a corporaciones.

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

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

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

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

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

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

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

#### b)Decisiones generales de inversión adoptadas

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

#### c)Índice de referencia

La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión, aunque a modo ilustrativo en nuestras publicaciones se compara con el STOXX 600 NR (incluye dividendos). Dicho índice obtuvo una rentabilidad del +8,11% en el periodo, que compara con un +19,83% de la SICAV, es decir, un diferencial en rentabilidad de 11,72%.

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

El patrimonio sube desde 198,4 millones de euros hasta 225,5 millones de euros, es decir un 13,65%. El número de accionistas sube desde 222 unidades hasta 235 unidades. La rentabilidad en el semestre ha sido de un +19,83%. 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 de la SICAV hasta el 30/06/2025 ha sido del +19,83%, que compara con el +18,17% del fondo (MUZA, FI).

#### 2.INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

ISS000425

a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo

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

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

Valores no cotizados: - 1.100 acciones ALLIANZ CIA SEG por un valor a 30/06/2025 de 32.956 euros.

### 3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD

La SICAV no tiene ningún objetivo concreto de rentabilidad, más allá de obtener una revalorización a largo plazo del capital invertido que supere la inflación.

### 4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO

La volatilidad de la SICAV hasta el 30/06/2025 ha sido del 17,80%, 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

La Sociedad 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 la Sociedad en el primer semestre de 2025 han ascendido a 41.770,00 euros, equivalentes a un 0,02% del patrimonio medio de la Sociedad 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 informaci3n

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

Sin informaci3n