

MUZA, FI
Nº Registro CNMV: 5391

Informe Semestral del Primer semestre de 2026

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

Depositarario: CACEIS Bank Spain
SAU

Auditor:
PRICEWATERHOUSECOOPERS
AUDITORES, S.L

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

Grupo Depositarario: CREDIT
AGRICOLE

Rating Depositarario: Aa3
(Moody's)

Fondo por compartimentos: NO

Existe a disposición de los partícipes un informe completo, que contiene el detalle de la cartera de inversiones y que puede solicitarse gratuitamente en C/ CASTELLO, 128 9º PLANTA 28006 - MADRID (MADRID) , o mediante correo electrónico en info@muzagestion.com , pudiendo ser consultados en los Registros de la CNMV, y 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

ISF005391

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.

Divisa de denominación

EUR

2) Datos económicos.

	Período actual	Período anterior	2026	2025
Índice de rotación de la cartera	0,18	0,08	0,18	0,23
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	1,70	1,77	1,70	2,01

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	1.388.841,39	1.309.178,13
Nº de participes	197	169
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 período (EUR)
Período del informe	35.073	25,2533
2025	30.697	23,4472
2024	21.454	16,7449
2023	22.589	16,9619

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	0,61	1,11	0,50	0,61	1,11	Mixta	al fondo

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Periodo	Acumulada	
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 2026	Trimestral				Anual			
		Último Trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2025	2024	2023	2021
Rentabilidad IIC	7,70	0,03	7,67	9,55	8,17	40,03	-1,28	9,29	36,81

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último Año		Últimos 3 Años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-1,45	09-06-2026	-2,48	03-03-2026	-4,94	04-04-2025
Rentabilidad máxima (%)	1,21	08-04-2026	2,06	10-03-2026	2,76	10-04-2025

(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 periodo.

Medidas de riesgo (%)

	Acumulado 2026	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2025	2024	2023	2021
Volatilidad(ii) de:									
Valor liquidativo	11,33	8,48	13,62	9,58	8,22	13,43	10,15	8,43	13,92
Ibex-35	19,18	18,66	19,66	11,49	12,59	16,18	13,31	13,84	15,40
Letra Tesoro 1 año	0,09	0,11	0,08	0,07	0,07	0,08	0,11	0,13	0,02
VaR histórico(iii)	7,57	7,57	7,57	7,57	7,57	7,57	15,32	16,43	20,48

(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.

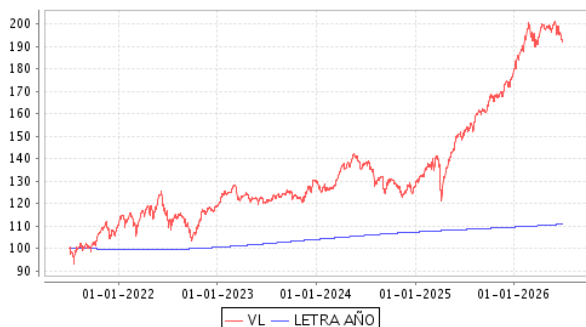
(continuación)

Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)

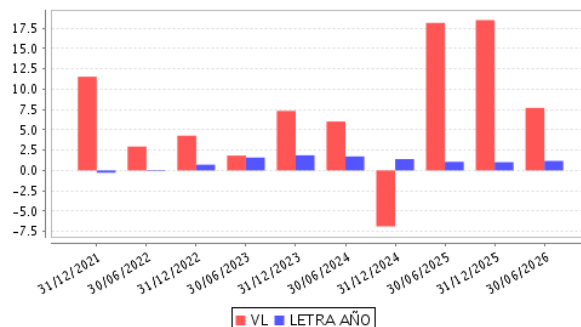
Acumulado 2026	Trimestral				Anual			
	Ultimo trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2025	2024	2023	2021
0,56	0,28	0,28	0,28	0,28	1,14	1,14	1,18	1,14

(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 partícipes	Rentabilidad periodo media**
Renta Variable Internacional	34.448	181	7,70
Total	34.448	181	7,70

*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	34.919	99,56	30.753	100,18
* Cartera interior	20.585	58,69	17.899	58,31
* Cartera exterior	14.299	40,77	12.789	41,66
* Intereses de la cartera de inversión	35	0,10	65	0,21
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	163	0,46	103	0,34
(+/-) RESTO	-9	-0,03	-159	-0,52
PATRIMONIO	35.073	100,00	30.697	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	30.697	24.196	30.697	
+/- Suscripciones/ reembolsos (neto)	5,89	7,13	5,89	5,91
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	6,82	17,07	6,82	-48,80
(+/-) Rendimientos de gestión	8,12	19,36	8,12	-46,22
+ Intereses	0,03	0,16	0,03	-79,42
+ Dividendos	1,04	1,70	1,04	-21,40
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,05	-0,02	-0,05	156,19
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	7,66	18,33	7,66	-46,43
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	-0,56	-0,79	-0,56	-10,14
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Otros resultados	0,00	-0,01	0,00	-77,43
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-1,30	-2,29	-1,30	-27,02
- Comisión de gestión	-1,11	-2,04	-1,11	-30,27
- Comisión de depositario	-0,03	-0,04	-0,03	26,17
- Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,03	-0,03	20,77
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	0,00	62,83
- Otros gastos repercutidos	-0,13	-0,19	-0,13	-9,56
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	1.397,99
+ 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	1.397,99
PATRIMONIO ACTUAL	35.073	30.697	35.073	

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)

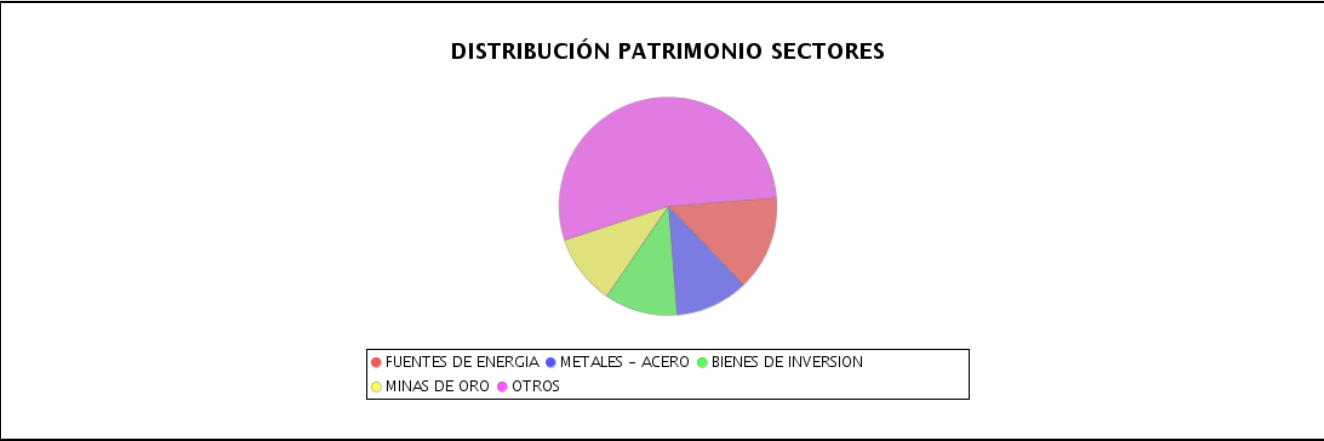
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		3.700	10,55	3.200	10,42
Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año		995	2,84	109	0,36
RV COTIZADA		15.890	45,33	14.740	48,04
RENTA FIJA COTIZADA		995	2,84	109	0,36
RENTA FIJA		4.695	13,39	3.309	10,78
RENTA VARIABLE		15.890	45,33	14.740	48,04
INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		20.585	58,72	18.049	58,82
RV COTIZADA		14.223	40,55	12.598	41,03
RENTA VARIABLE		14.223	40,55	12.598	41,03
INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		14.223	40,55	12.598	41,03
INVERSIONES FINANCIERAS		34.808	99,27	30.647	99,85

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
DJ STOXX 600 INDEX FUTURE	Compra de opciones "put"	12.945	Inversión
Total Otros Subyacentes		12.945	
TOTAL DERECHOS		12.945	

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

Como consecuencia de un error en la valoración de uno de los valores que componen la cartera, se produjo incidencia en el calculo del valor liquidativo

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Participes 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

Se han realizado operaciones de compra de repo en los que el depositario ha actuado como vendedor por importe de 422.600.992,00 euros: 9.89139%
Se han realizado operaciones de venta de repo en los que el depositario ha actuado como comprador por importe de 422.629.988,65 euros: 9.89201%
Tipo medio aplicado en repo con el resto del grupo del depositario: 1,8
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 4,028%
Durante el semestre se han llevado a cabo operaciones vinculadas consideradas repetitivas o de escasa relevancia

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 2026 se ha caracterizado por una combinación inusual de fuerte inestabilidad geopolítica y un notable buen comportamiento en los mercados, un contraste que conviene analizar con cierto detalle. Contexto geopolítico El acontecimiento dominante del semestre fue la escalada del conflicto entre Israel, Estados Unidos e Irán, que elevó las tensiones geopolíticas y presionó al alza los precios de la energía durante buena parte del periodo. Los ataques conjuntos de EE.UU. e Israel contra Irán, iniciados a finales de febrero, dispararon los precios mundiales del petróleo hasta niveles que llegaron a duplicar los de inicio de año, generando una prima de riesgo geopolítico que se trasladó a la inflación y a las decisiones de los bancos centrales. A mediados de junio, Estados Unidos e Irán alcanzaron un memorando de entendimiento que posibilitó un alto el fuego, permitiendo a los precios del crudo recuperar niveles previos al conflicto, y se dio también una recuperación generalizada de los activos de riesgo ligados al ciclo económico. Contexto macroeconómico El semestre trajo también un cambio relevante en la orientación de la política monetaria estadounidense. Con la llegada de Kevin Warsh a la presidencia de la Reserva Federal, el FOMC ha mantenido los tipos sin cambios en el rango 3,50%-3,75% en sus últimas reuniones, adoptando un tono marcadamente más hawkish y eliminando de su comunicado la referencia a futuras bajadas de tipos. El propio Warsh ha señalado públicamente que los riesgos de inflación se han moderado en las últimas semanas, si bien reafirmó el compromiso de la Fed con el objetivo del 2% y su independencia frente a la presión política. Las nuevas proyecciones económicas revisaron al alza tanto la inflación general para 2026, hasta el 3,6% desde el 2,7% previo, como la subyacente, hasta el 3,3%, mientras que el crecimiento del PIB se ajustó ligeramente a la baja, hasta el 2,2%. Pese a ello, la actividad económica estadounidense se mantuvo notablemente sólida: el PIB del primer trimestre creció un 2,6% interanual, acelerando frente al 2,0% del cuarto trimestre de 2025, con una tasa de paro contenida en el 4,3%, si bien la inflación general repuntó hasta el 4,2% en mayo, reflejando en parte el shock de oferta energético derivado del conflicto en Oriente Medio y, en parte, el traslado progresivo de los aranceles a precios finales. Renta variable en Estados Unidos A pesar del trasfondo de incertidumbre geopolítica comentado, sirva como referencia que una cartera diversificada de acciones, bonos y materias primas habría registrado su mejor semestre desde el año 2021. El S&P 500 avanzó cerca de un 9% en el conjunto del semestre, mientras que el Nasdaq 100 subió casi un 20%, impulsado por los beneficios empresariales: las compañías del S&P 500 incrementaron
--

sus beneficios en torno a un 29% interanual en el primer trimestre, con ventas creciendo alrededor de un 11%, y el sector tecnológico destacando con un aumento de beneficios superior al 50%.

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

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

Renta variable en Europa

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

Valoración de la renta variable

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

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

Si al dividendo que pagan las compañías le añadimos los programas de recompra de acciones, obtenemos el importe agregado que dedican las compañías del S&P 500 a la remuneración de sus accionistas. La rentabilidad media de dividendos + recompras de estos últimos 30 años ha estado por encima del 4%. Si nuestra mejor previsión para este año 2026 es que la yield total se sitúe en el 2,7%, esto supone que o bien la remuneración tiene que subir un 60% o bien la capitalización tiene que bajar alrededor de un 35%-40% (o una combinación de ambas) para volver a cotizar a una rentabilidad más acorde con las medias históricas.

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

Conflicto en el Estrecho de Ormuz

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

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

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

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

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

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

Al conflicto entre Irán y EE.UU. se ha unido en estas últimas semanas una intensificación de los ataques con drones desde Ucrania a refinerías estratégicas rusas. Ucrania ya no ataca solo tanques de almacenamiento (fáciles y baratos de reparar), sino unidades sofisticadas como hidrocraqueadores, reformadores y unidades de craqueo catalítico que tardarán meses en repararse. La planta de Omsk sufrió una grave explosión en 2024, posiblemente accidental, pero el ataque de la semana pasada fue el primer golpe claro de un dron contra ella.

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

Si los conflictos en el Estrecho de Ormuz y entre Rusia y Ucrania se prolongan en los términos actuales, todo apunta a que seguiremos asistiendo a un mercado de productos refinados muy tensionado (a pesar de que el Brent y el WTI están un 30% por debajo de los

máximos del año, los precios de los productos refinados se han tensionado nuevamente a niveles máximos). Evidentemente, este tensionamiento en los precios del crudo y de los refinados seguirá ejerciendo presión sobre los datos de inflación y sobre la economía, algo que ya estamos viendo reflejado en los datos de inflación de EE.UU. y Europa de los primeros meses del año.

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

c) El Fondo 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 10,31% en el periodo, que compara con un 7,70% del fondo, es decir, un diferencial en rentabilidad de -2,61%.

d) El patrimonio pasa desde 30,7 millones de euros hasta 35,1 millones de euros a cierre del semestre, es decir una variación del 14,33%. El número de participes pasa desde 169 hasta 197 unidades. La rentabilidad en el semestre ha sido de un 7,70%. La rentabilidad de la Letra del Tesoro a un Año para este periodo ha sido de 1%.

e) La rentabilidad del fondo (MUZA, FI) en el semestre ha sido del 7,70%, que compara con el 8,54% de la SICAV gestionada por la Sociedad Gestora (La Muza Inversiones, SICAV).

2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo

Durante el primer semestre hemos entrado en TSK, hemos aumentado posiciones en el bono de OHL y en Savannah, y hemos reducido en Arcelor y Elecnor.

b) No aplica.

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

d) 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 30/06/2026 ha sido del 11,33%, que compara con el 0.09% 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 participes 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 participes 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: AZKOYEN, GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, IBERPAPEL, INMOBILIARIA DEL SUR, INVERSA PRIME, LLORENTE Y CUENCA, MIQUES Y COSTAS, NICOLAS CORREA, SINGULAR PEOPLE, TUBACEX, ELECNOR, SACYR, ACERINOX Y ATALYA.

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 2026 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 este primer semestre de 2026 han ascendido a 5.000,00 euros, equivalentes a un 0,01% del patrimonio medio de la Sociedad durante el periodo.

9. COMPARTIMENTOS DE PROPÓSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS)

No aplica.

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVISIBLE DEL FONDO

De cara a este segundo semestre del año, seguimos con la misma filosofía de inversión que venimos manteniendo desde hace muchos meses. Por un lado, mantenemos un esquema de prudencia algo mayor, con niveles de liquidez más elevados (en el entorno del 10%) y protegiendo ocasionalmente la cartera mediante la venta de puts sobre índices cuando se dan las ventanas de oportunidad adecuadas. Adicionalmente, mantenemos posiciones en compañías como Repsol e IPCO (alrededor de un 12% de nuestras inversiones), que actúan como contrapeso al impacto que pueda producirse derivado de un alargamiento y endurecimiento del conflicto en Irán y Ucrania (algo que no descartamos en absoluto). En conjunto, seguimos centrando nuestros esfuerzos en ser muy selectivos dentro de la renta variable, en un entorno de valoraciones exigentes en las grandes capitalizaciones y de mayor incertidumbre geopolítica.

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