

LA MUZA INVERSIONES, SICAV, S.A.

Nº Registro CNMV: 425

Informe Semestral del Segundo Semestre 2021

Gestora: 1) MUZA GESTIÓN DE ACTIVOS, SGIIC, S.A. **Depositario:** CACEIS BANK SPAIN S.A. **Auditor:** PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES, S.L.

Grupo Gestora: **Grupo Depositario:** CREDIT AGRICOLE **Rating Depositario:** A+ (Standard & Poor's)

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

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

Dirección

Calle Castelló, 128 9 - 28006 Madrid. Teléfono: 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 SICAV

Fecha de registro: 05/03/1999

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Otros Vocación inversora: Global Perfil de Riesgo: 6, en una escala del 1 al 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. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de derivados es el importe del patrimonio neto.

Operativa en instrumentos derivados

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

	Periodo actual	Periodo anterior	2021	2020
Índice de rotación de la cartera	0,40	0,48	0,88	0,95
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,60	0,28	-0,16	0,85

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

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de acciones en circulación	3.752.948,00	3.809.884,00
Nº de accionistas	277,00	281,00
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)		

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
Periodo del informe	177.888	47,3996	34,3238	47,8735
2020	142.023	34,3370	20,5127	36,3523
2019	163.370	35,4297	29,9636	35,4612
2018	135.389	29,9641	29,3417	38,7805

Cotización de la acción, volumen efectivo y frecuencia de contratación en el periodo del informe

Cotización (€)			Volumen medio diario (miles €)	Frecuencia (%)	Mercado en el que cotiza
Mín	Máx	Fin de periodo			

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
Comisión de gestión	0,50	0,00	0,50	1,00	0,00	1,00	patrimonio	al fondo
Comisión de depositario			0,03			0,05	patrimonio	

2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

Rentabilidad (% sin anualizar)

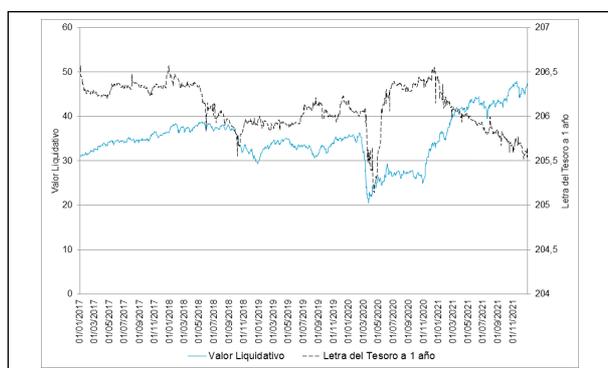
Acumulado 2021	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2020	2019	2018	Año t-5
38,04	8,42	2,81	1,87	21,56	-3,08	18,24	-17,64	

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2021	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2020	2019	2018	2016
Ratio total de gastos (iv)	1,16	0,28	0,28	0,30	1,99	1,15	1,40	1,18	0,51

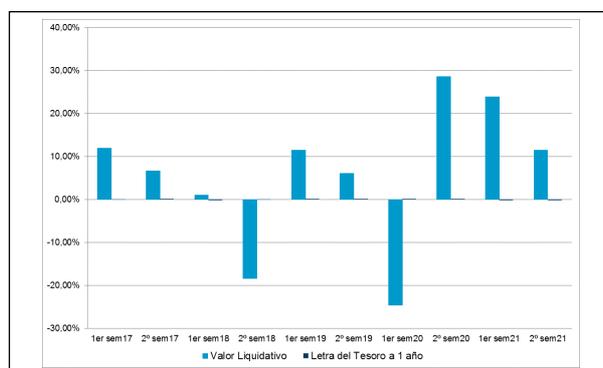
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. 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.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

Evolución del valor liquidativo, cotización o cambios aplicados. Ultimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



11/01/2016 "Se puede encontrar información adicional en el Anexo de este informe"

11/01/2016

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

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	170.254	95,71	155.115	95,75
* Cartera interior	87.522	49,20	74.545	46,02
* Cartera exterior	82.732	46,51	80.570	49,74
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	4.731	2,66	4.693	2,90
(+/-) RESTO	2.903	1,63	2.190	1,35
TOTAL PATRIMONIO	177.888	100,00 %	161.998	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 del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	161.998	142.023	142.023	
± Compra/ venta de acciones (neto)	-1,53	-7,96	-9,28	-79,54
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	10,97	20,61	31,28	-43,26
(+) Rendimientos de gestión	11,66	21,28	32,63	-41,60
+ Intereses	-0,01	0,00	-0,01	-654,03
+ Dividendos	1,21	0,91	2,13	41,85
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	10,30	21,25	31,20	-48,32
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	0,11	-1,09	-0,94	-111,07
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,05	0,19	0,23	-74,26
± Otros resultados	-0,01	0,01	0,00	-199,50
± Otros rendimientos	0,00	0,01	0,02	-59,06
(-) Gastos repercutidos	-0,68	-0,66	-1,35	9,92
- Comisión de sociedad gestora	-0,50	-0,50	-1,00	8,39
- Comisión de depositario	-0,03	-0,02	-0,05	8,39
- Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,08	-0,10	-63,13
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	0,00	-33,47
- Otros gastos repercutidos	-0,13	-0,06	-0,19	116,13
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
+ 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	0,00
± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	177.888	161.998	177.888	

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

3. Inversiones financieras

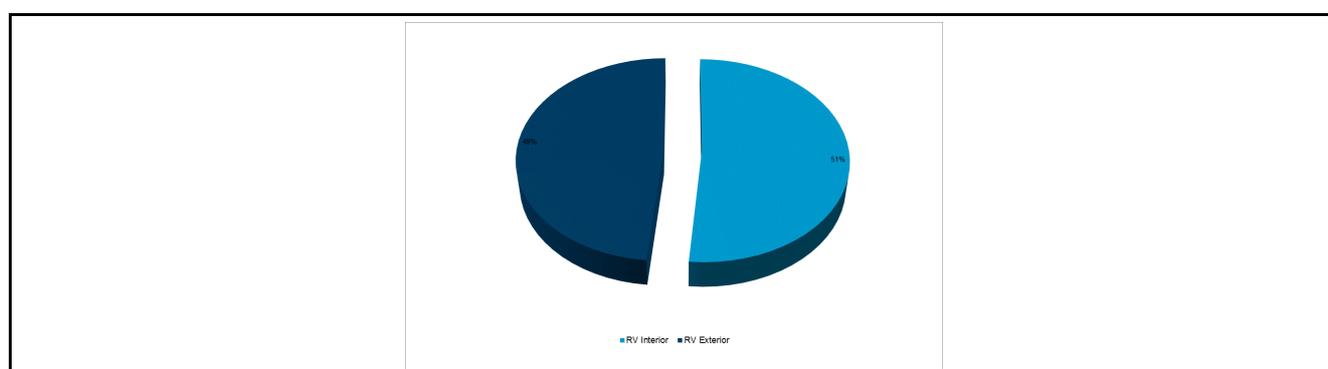
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RV COTIZADA	87.290	49,07	73.449	45,34
TOTAL RV NO COTIZADA	51	0	763	0
TOTAL RENTA VARIABLE	87.342	49,10	74.211	45,81
TOTAL IIC	0	0,00	989	0,61
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	87.342	49,10	75.201	46,42
TOTAL RV COTIZADA	82.322	46,26	80.570	49,75
TOTAL RENTA VARIABLE	82.322	46,28	80.570	49,74
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	82.322	46,28	80.570	49,74
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	169.663	95,38	155.771	96,16

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

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 total



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

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
AC.DUFY AG - REG (CHF)	C/ OPCION CALL DUFY 50 VT.18/03/20	906	Inversión
EURO STOXX 50 INDEX	C/ OPCION PUT EUROSTOXX50 4150 VT.18/03/22	7.802	Inversión
EURO STOXX 50 INDEX	C/ OPCION PUT EUROSTOXX50 4225 VT.18/03/22	11.915	Inversión
FUTURO S&P 500 MINI VT.18/03/22	C/ OPCION PUT F/MIN S&P500 4550 VT.18/03/22	9.404	Inversión
FUTURO S&P 500 MINI VT.18/03/22	C/ OPCION PUT F/MIN S&P500 4670 VT.18/03/22	9.652	Inversión
Total subyacente renta variable		39679	
TOTAL DERECHOS		39679	
AC.ACERINOX	C/ OPCION PUT ACERINOX 10 VT.18/03/22	470	Inversión

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
AC.DUFREY AG - REG (CHF)	C/ OPCION PUT DUFREY 44 VT.18/03/22	399	Inversión
AC.INDITEX	C/ OPCION PUT INDITEX 28,09 VT.18/03/22	272	Inversión
AC.INDRA SISTEMAS SA	C/ FUTURO INDRA VT.18/03/22	4.862	Inversión
AC.REPSOL SA	C/ FUTURO REPSOL VT.18/03/22	8.978	Inversión
EURO STOXX 50 INDEX	C/ OPCION CALL EUROSTOXX50 4700 VT.18/03/22	13.254	Inversión
EURO STOXX 50 INDEX	C/ OPCION CALL EUROSTOXX50 4550 VT.18/03/22	8.554	Inversión
EURO STOXX 50 INDEX	C/ OPCION PUT EUROSTOXX50 3750 VT.18/03/22	17.625	Inversión
FUTURO S&P 500 MINI VT.18/03/22	C/ OPCION PUT F/MIN S&P500 4100 VT.18/03/22	16.948	Inversión
FUTURO S&P 500 MINI VT.18/03/22	C/ OPCION CALL F/MIN S&P500 5000 VT.18/3/22	20.668	Inversión
Total subyacente renta variable		92030	
TOTAL OBLIGACIONES		92030	

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 aplicable

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

	SI	NO
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, 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

Existe un accionista con un saldo de 43.912.269,23 euros que representa un 24,69% sobre el total de la Sociedad. La Sociedad de Inversión ha realizado operaciones de adquisición de valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la Sociedad de Inversión por importe de 1.042.889,19 euros, equivalentes a un 0,64% del patrimonio medio de la Sociedad de Inversión. La Sociedad de Inversión ha realizado operaciones de venta de valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la Sociedad de Inversión por importe de 1.062.608,32 euros, equivalentes a un 0,65% del patrimonio medio de la Sociedad de Inversión.

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No aplicable

9. Anexo explicativo del informe periódico

1. SITUACION DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DE LA SOCIEDAD. a) Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados. El año 2021 ha estado caracterizado por un buen comportamiento de los mercados. Desde el inicio de año 2021 se ha ido vacunando a gran parte de la población de los países mas desarrollados, lo que permitió la vuelta a un cuasi normal funcionamiento de muchas economías que han rebotado fuertemente en su crecimiento económico. En la mayoría de los casos, estas economías (especialmente la Americana) han estado empujadas por sus respectivos bancos centrales que han seguido inmersos en políticas expansivas tanto de liquidez como fiscales, lo que ha acabado desencadenando el tensionamiento de precios y presiones inflacionistas que estamos viviendo sobre todo desde la segunda mitad del año 2021. Adicionalmente hemos vivido una nueva ola de contagios con la variante Omicron, que aunque se ha convertido en mucho más contagiosa que las anteriores, ha demostrado también el positivo efecto de las campañas de vacunación en lo que se refiere a las tasas de mortalidad que esta teniendo. De cara al 2022, creemos tal y como desarrollamos en el punto 10 de este informe, nos enfrentaremos a una situación macro muy marcada por la persistencia de las presiones inflacionistas y la consecuente reacción de los Bancos Centrales, que ante tal situación, ya han anunciado la retirada paulatina de las compras de activos y la gradual subida de tipos de interés. Esta realidad deberá tener efectos en la valoración de muchos activos sensibles a los tipos de interés, entre los que por supuesto se encuentra la renta variable y en especial los sectores o compañías de mayor crecimiento que actualmente se encuentran valorados a múltiplos, en muchos casos, muy elevados. 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). d) Evolución del Patrimonio, participes, rentabilidad y gastos de la IIC. El patrimonio sube desde 161.998.132,65 euros hasta 177.888.073,21 euros, es decir un 9,81%. El número de accionistas baja desde 281 unidades hasta 279 unidades. La rentabilidad en el semestre ha sido de un 11,47% acumulado. La referida rentabilidad obtenida es neta de unos gastos que han supuesto una carga del 0,56% sobre el patrimonio medio. La rentabilidad de la Letra del

Tesoro a un Año para este periodo ha sido de -0,16% e) Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora. La rentabilidad de la SICAV hasta el 31/12/2021 ha sido del 38,04%, que compara con el 36,81% del fondo (MUZA, FI).

2. INFORMACION SOBRE LAS INVERSIONES. a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo. Durante el cuarto trimestre, hemos iniciado inversiones en Elecnor y Singular People. En paralelo, hemos salido de Caixabank y Covestro. También, hemos aumentado inversiones en Almagro, Altri, Arcelor, Atalaya, Azkoyen, CAF, Dufry, Miquel y Costas, OHLA, Parlem, Tubacex y Unicaja, mientras que redujimos en Acerinox, ArcelorMittal, Daimler, Danieli, Fairfax, Indra, Maire Tecnimont, Nabaltec, Quálitas y Vocento. b) Operativa de préstamo 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 31/12/21 de 51.447 euros.

3. EVOLUCION 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 LA SOCIEDAD. La volatilidad de la SICAV hasta el 31/12/2021 ha sido del 16,28%, que compara con el 0,28% de la Letra del Tesoro a 1 año.

5. EJERCICIO DERECHOS POLITICOS. 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. iii) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, la participación de la IIC gestionada por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora represente, al menos, el CINCO POR CIENTO (5%) del capital de la sociedad emisora y el orden del día de la Junta General de Accionistas contemple puntos sensibles a juicio de la Sociedad Gestora, para la evolución del precio de la acción. iv) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, la participación ostentada represente, al menos, un CINCO POR CIENTO (5%) del patrimonio bajo gestión por cuenta de la IIC gestionada, el orden del día de la Junta General de Accionistas contemple puntos sensibles a juicio de la Sociedad Gestora, para la evolución del precio de la acción.

6. INFORMACION Y ADVERTENCIAS CNMV. La inversión en el grupo emisor de ATALAYA MINING PLC ha superado el 10% del patrimonio de forma sobrevenida, situándose a cierre del período en un 11,35% y encontrándose dicho exceso dentro de los plazos de regularización establecidos en la normativa aplicable.

7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DE LA SOCIEDAD SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS. No aplica.

8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANALISIS. La Sociedad ha soportado durante el ejercicio 2021 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 ejercicio 2021 han ascendido a 75.000,20 euros, equivalentes a un 0,04% del patrimonio medio de la Sociedad durante el ejercicio.

9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS). No aplica.

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACION PREVISIBLE DE LA SOCIEDAD. Para el año 2022 creemos que seguirán cobrando protagonismo temas como la inflación y los tipos de interés. Se habla mucho sobre si la inflación actual es coyuntural, debido fundamentalmente al hecho de que las economías desarrolladas se encuentran en un "atasco productivo", al tener que recomponer los inventarios que se destruyeron durante los meses más duros del Covid, o si por encima de este evento, que por cierto nadie sabe bien cuánto tiempo durará, existen elementos que nos van a llevar a una inflación más estructural. Para nosotros la respuesta es sencilla: no lo podemos predecir con certeza. Argumentos a favor de una situación coyuntural son evidentes ya que hay un tensionamiento de precios teóricamente transitorio provocado por una alta demanda de producción. Esta realidad está estresando y colapsando las cadenas de producción y la logística mundial hasta unos niveles inimaginables. La capacidad productiva y logística de las economías no está dimensionada para atender simultáneamente la demanda inmediata y al mismo tiempo reconstruir inventarios. En una economía productiva equilibrada, la demanda inmediata de productos es

generalmente atendida con los inventarios y la demanda futura se atenderá con la producción de inventarios que se fabrican en el presente. De manera que los inventarios funcionan habitualmente como "amortiguadores" entre la oferta y demanda, y son especialmente útiles cuando tienen que absorber picos de demanda como los actuales. Una fuerte recuperación de la demanda como la ocurrida en este año 2021 enfrentada a unos bajos niveles de inventarios (durante el COVID se redujeron artificialmente ante la incertidumbre económica), provoca el fuerte tensionamiento que estamos viviendo. En esta situación de congestión productiva en la que nos encontramos, es lógico que se tensionen los precios, máxime si ésta, va acompañada de un atasco logístico que dificulta aun más el normal tránsito de mercancías por el mundo. Esta situación debería normalizarse en los próximos meses, una vez se vayan equilibrando los inventarios, relajando presumiblemente la parte "coyuntural" de la inflación. En paralelo, estamos asistiendo a una realidad de inflación mucho más estructural, que no es otra que la que se refiere a la expansión monetaria llevada a cabo por los bancos centrales (unida en muchos casos a una fuerte expansión fiscal). La Reserva Federal, desde finales del año 2019 hasta el cierre del mes de octubre de este año, ha emitido más de 4 trillones de dólares (es decir, 4 millones de millones de dólares), hasta los 8,5 trillones de dólares actuales. Para poner esta cifra en contexto, este incremento equivale a unos 12.000 dólares por estadounidense. A modo de referencia previa, en el transcurso de la crisis financiera (2008-2012) el balance de la reserva se expandió "tan sólo" en 2 trillones, luego, en algo más de un año de pandemia, se ha más que duplicado la expansión monetaria de la crisis financiera, y a diferencia de lo que ocurrió en aquel entonces, en esta ocasión, gran parte de ese dinero se ha inyectado "en vena" a la economía (ha ido a parar físicamente a los bolsillos de los americanos). Esta fuerte expansión monetaria se ha reproducido en las principales economías desarrolladas. El BCE ha pasado también de los algo más de 4 trillones previos al Covid (2019) a más de 8 trillones en 2021. Es algo cierto y conocido, por tanto, que en estos momentos hay una cantidad mucho mayor de billetes (dólares, euros, libras, etc.) persiguiendo los mismos activos, lo que de facto genera una inflación estructural. En resumen, estamos asistiendo a la confluencia de dos tipologías de inflación: 1) inflación de costes ("cost-push inflation") y 2) inflación de demanda ("demand-pull inflation"). La primera se podría atribuir actualmente más a razones "coyunturales" y la segunda más a razones "estructurales" aunque ambas se relacionan y retroalimentan. Ahora la incógnita es entender cómo se va a solucionar el posible "bucle inflacionario" que eventualmente se produzca cuando la fuerte inflación de costes que estamos sufriendo se traslade en subidas salariales (la primera incógnita es si se va a trasladar), y éstas a su vez presionen los márgenes de las empresas, que se verán obligadas a subir precios, generando una segunda oleada de inflación que a su vez genera nueva inflación que debe trasladarse a salarios, entrando en una peligrosa espiral de subidas de precios. En una coyuntura macro ortodoxa, los bancos centrales actuarían sobre esta espiral implementando subidas de tipos con la pretensión de enfriar la economía. Pero a día de hoy, a nadie se le escapa la enorme dificultad que entraña para muchos países, una subida de tipos de interés hacia tasas más acordes con la inflación que estamos viviendo y esta dificultad se debe al enorme endeudamiento que la mayoría de las economías desarrolladas han tenido que asumir durante la pandemia (endeudamiento que en muchos casos ya era muy alto antes de la pandemia). Desde finales del 2021, la mayoría de los Bancos Centrales de las economías desarrolladas están tomando una posición mucho más "hawkish" anticipando la retirada de recompras de activos e incluso hablando de subidas de tipos a lo largo del propio 2022. Los últimos datos de inflación han seguido sorprendiendo, si cabe, al alza y esto ha apresurado mucho el cambio de tono mencionado de los Bancos Centrales. Desde el punto de vista de nuestra estrategia de inversión, sin poder predecir con exactitud y certeza como se seguirán desarrollando las políticas macro dentro de este fuerte contexto inflacionario, seguimos trabajando para estar preparados en caso de que se perpetúen las actuales presiones inflacionistas (si no podemos predecir, por lo menos, estemos preparados). Evidentemente una forma de prepararse para un evento de corto plazo como el que podría darse, de perpetuarse una elevada inflación y asistir a subidas de tipos, (hecho que tendría un efecto a corto plazo negativo en las valoraciones de muchos activos), sería estar en una elevada posición de liquidez que minimizara las correcciones del mercado en el corto plazo. El problema de esta decisión, como ya hemos comentado en muchas ocasiones, es el acertar con el momento adecuado y el coste de oportunidad de no tener invertido ese dinero si tus hipótesis tardan en cristalizarse o simplemente, nunca se convierten en realidad. Nosotros no creemos que seamos capaces (y de hecho nunca lo hemos hecho) de gestionar correctamente posiciones elevadas de liquidez. Una mala decisión sobre una posición permanente y prolongada de elevada liquidez puede suponer un coste de oportunidad significativo. Invertir en una elevada liquidez sobre la base de hechos no predecibles puede suponer un riesgo a veces mayor, que aquel del que quieres protegerte. Esto es especialmente cierto si el riesgo del que nos queremos defender es la inflación y vamos a intentar explicar por qué. Si obviamos por un segundo el corto plazo y pensamos a medio y largo,

sabemos que lo que mejor protege a un inversor de periodos prolongados de inflación (de la pérdida de poder adquisitivo que esto conlleva) es una cartera de activos reales que "inflacionen" con la economía. Existen infinidad de activos reales (metales preciosos, materias primas, inmobiliario, etc.), son todos activos tangibles y su valor procede de las cualidades físicas que contienen, algunos son sustancias naturales como el petróleo y otros son activos procesados por el hombre como por ejemplo una máquina o un edificio. Aunque las acciones cotizadas son clasificadas generalmente como activos financieros, la realidad es que en la mayoría de los casos representan la parte alícuota de un activo real, de manera que, si inviertes en acciones de una compañía minera o de una Inmobiliaria, tienes una proporción económica de ese activo, lo que a de facto convierte esas acciones en un "activo real". Llegados a este punto, la exposición que tenemos a través de nuestras inversiones a activos reales es muy relevante. Podríamos entrar a valorar qué negocios o activos se defienden mejor o peor, con qué rapidez puede uno u otro repercutir subidas de precios y en qué medida le afectan los tipos de interés a corto, medio o largo plazo, pero, al final de todo ese debate, los propietarios de acciones de un vehículo como esta SICAV, son a su vez propietarios de un número de compañías que tienen y operan una gran diversidad de activos reales. Dichos activos operan a su vez en una estructura económica global y si esa estructura económica genera inflación, las compañías antes o después también lo hacen (sino morirían). En resumen, estar preparados para un contexto macroeconómico inflacionista es algo que, por nuestra filosofía inversora, en la que estamos permanentemente invertidos con exposición a una gran diversidad de activos, ocurre de manera natural. No vemos mejor cauce para protegernos de episodios inflacionistas que el de seguir invirtiendo en compañías que se defienden bien de la inflación a medio y largo plazo. Somos conscientes de que el peaje a pagar a corto plazo ante una eventual y continuada subida de tipos es que muchas de las valoraciones de nuestros activos sufran, pero también somos conscientes de que esto puede tardar mucho más tiempo del que todos estimamos y ese coste de oportunidad podría ser muy superior como hemos dicho antes, al propio evento del que queremos protegernos. Tenemos claro por tanto, que NO sabemos cuánto de largo y cómo de intenso va a ser este periodo inflacionario. Sabemos también, que NO sabemos cómo de incipiente y con qué intensidad pueden subir los tipos de interés (aunque nos cuesta ver actuaciones muy agresivas por parte de los bancos centrales). Sí sabemos que, ante un escenario de persistente inflación, la única manera de neutralizarlo es estar invertido en activos reales que, por otra parte, son los activos que forman parte del día a día de nuestras carteras. Y por último, y aún sabiendo que NO sabemos gestionar correctamente posiciones de liquidez elevadas, sí creemos que, en el actual contexto de mercado, es posiblemente prudente mantener un nivel de liquidez algo superior al que habitualmente acostumbramos. Seguimos pensando que las compañías del segmento "valor" tendrán mayor recorrido en comparación con aquellas de "crecimiento" (el índice de valor versus crecimiento, siguen en mínimos de los últimos 20 años) máxime si entramos como todo parece indicar en un periodo de revisión de tipos de interés al alza.

10. Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ES0132105018 - AC.ACERINOX	EUR	3.211	1,80	0	0,00
ES0126501131 - AC.ALANTRA PARTNERS SA	EUR	1.140	0,64	1.037	0,64
ES0105389003 - AC.ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	2.204	1,24	0	0,00
LU1598757687 - AC.ARCELORMITTAL (SM)	EUR	2.304	1,30	3.719	2,30
ES0112458312 - AC.AZKOYEN	EUR	3.656	2,05	1.398	0,86
ES0140609019 - AC.CAIXABANK	EUR	0	0,00	1.479	0,91
ES0121975009 - AC.CONST.Y AUXILIARES DE FERROC.	EUR	755	0,42	707	0,44
ES0126775032 - AC.DISTRIB INTER ALIMENTACION (DIA SA)	EUR	590	0,33	0	0,00
ES0129743318 - AC.ELECNOR SA	EUR	1.640	0,92	0	0,00
ES0130625512 - AC.ENCE ENERGIA Y CELULOSA	EUR	3.025	1,70	4.441	2,74
ES0141571192 - AC.GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA SA	EUR	3.598	2,02	3.706	2,29
ES0105223004 - AC.GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	6.008	3,38	6.029	3,72
ES0105130001 - AC.GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	12.088	6,80	11.887	7,34
ES0147561015 - AC.IBERPAPEL GESTION, S.A.	EUR	1.493	0,84	1.485	0,92
ES0148396007 - AC.INDITEX	EUR	0	0,00	1.077	0,66
ES0118594417 - AC.INDRA SISTEMAS SA	EUR	696	0,39	5.299	3,27
ES0154653911 - AC.INMOBILIARIA DEL SUR	EUR	3.092	1,74	2.818	1,74
ES0154653D10 - AC.INMOBILIARIA DEL SUR AMP.JUN.21	EUR	0	0,00	282	0,17
ES0168675090 - AC.LIBERBANK SA	EUR	0	0,00	3.098	1,91
ES010591004 - AC.LLORENTE Y CUENCA SA	EUR	674	0,38	0	0,00
ES0105025003 - AC.MERLIN PROPERTIES SOCIMI SA	EUR	2.665	1,50	2.433	1,50
ES0105122024 - AC.METROVACESA SA	EUR	3.232	1,82	3.023	1,87
ES0164180012 - AC.MIQUEL Y COSTAS	EUR	5.353	3,01	0	0,00
ES0142090317 - AC.OBRASCON HUARTE	EUR	5.738	3,23	1.543	0,95

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ES0105561007 - AC.PARLEM TELECOM CO DE TELECO	EUR	414	0,23	0	0,00
ES0173516115 - AC.REPSOL SA	EUR	4.662	2,62	1.981	1,22
ES0182870214 - AC.SACYR SA	EUR	10.480	5,89	9.581	5,91
ES0105611000 - AC.SINGULAR PEOPLE SA	EUR	563	0,32	0	0,00
ES0105294005 - AC.STUDENT PROPERTIES SPAIN SOCIMI SA	EUR	0	0,00	740	0,46
ES0178165017 - AC.TECNICAS REUNIDAS	EUR	0	0,00	1.440	0,89
ES0132945017 - AC.TUBACEX	EUR	1.672	0,94	1.290	0,80
ES0180907000 - AC.UNICAJA BANCO SA	EUR	5.575	3,13	1.612	1,00
ES0114820113 - AC.VOCENTO	EUR	763	0,43	1.097	0,68
ES06828709J5 - DERECHOS SACYR AMP JUN.21	EUR	0	0,00	248	0,15
TOTAL RV COTIZADA		87.290	49,07	73.449	45,34
ES0108390032 - AC.ALLIANZ CIA SEG	EUR	51	0,03	58	0,04
0007900001 - AC.HUBR MALAGA SA	EUR	0	0,00	322	0,20
0008000001 - AC.HUBR SEVILLA SA	EUR	0	0,00	383	0,24
TOTAL RV NO COTIZADA		51	0	763	0
TOTAL RENTA VARIABLE		87.342	49,10	74.211	45,81
ES0184893008 - PART.MUZA FI	EUR	0	0,00	989	0,61
TOTAL IIC		0	0,00	989	0,61
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		87.342	49,10	75.201	46,42
PTALTOAE0002 - AC.ALTRI SGPS SA	EUR	3.210	1,80	1.070	0,66
LU1598757687 - AC.ARCELOMITTAL (DE)	EUR	0	0,00	543	0,34
CY0106002112 - AC.ATALAYA MINING PLC (GBP)	GBP	20.193	11,35	13.700	8,46
LU1704650164 - AC.BEFESA	EUR	4.718	2,65	5.832	3,60
DE0006062144 - AC.COVESTRO AG	EUR	0	0,00	1.961	1,21
DE0007100000 - AC.DAIMLER AG	EUR	2.737	1,54	3.313	2,05
DE000DTR0CK8 - AC.DAIMLER TRUCK HOLDING AG	EUR	654	0,37	0	0,00
IT0000076486 - AC.DANIELI & CO-RSP	EUR	4.969	2,79	5.220	3,22
CH0023405456 - AC.DUFREY AG - REG (CHF)	CHF	5.309	2,98	3.729	2,30
CA3039011026 - AC.FAIRFAX FINANCIAL HLDGS LTD (USD)	USD	1.818	1,02	2.031	1,25
CA3038971022 - AC.FAIRFAX INDIA HO-SUB VTG SHS (USD)	USD	2.429	1,37	2.493	1,54
PTGNV0AM0001 - AC.GREENVOLT - ENERGIAS RENOVAVEIS	EUR	1.744	0,98	0	0,00
MX01H0090008 - AC.GRUPO HOTELERO SANTA FE SAB (MXN)	MXN	1.518	0,85	1.683	1,04
DE000A3CMGN3 - AC.HGEARS AG	EUR	1.962	1,10	0	0,00
DE000A3CMGN3 - AC.HGEARS AG	EUR	0	0,00	2.241	1,38
CA46016U1084 - AC.INTERNATIONAL PETROLEUM CORP (SEK)	SEK	8.727	4,91	7.401	4,57
DE000A2TSQH7 - AC.KATEK S.E	EUR	0	0,00	2.860	1,77
DE000A2TSQH7 - AC.KATEK SE	EUR	2.854	1,60	0	0,00
NL0000852580 - AC.KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER	EUR	0	0,00	2.145	1,32
IT0004931058 - AC.MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	2.617	1,47	604	0,37
XXITV0000107 - AC.MAIRE TECNIMONT SPA INT	EUR	0	0,00	4.273	2,64
PTMEN0AE0005 - AC.MOTA ENGIL SGPS SA	EUR	0	0,00	755	0,47
DE000A0KPPR7 - AC.NABALTEC AG	EUR	1.558	0,88	1.651	1,02
PTPTI0AM0006 - AC.NAVIGATOR CO SA/THE	EUR	2.345	1,32	2.017	1,25
IT0003073266 - AC.PIAGGIO & C. S.P.A	EUR	0	0,00	332	0,20
MX01Q0000008 - AC.QUALITAS CONTROLADORA SAB DE CV (MXN)	MXN	9.056	5,09	8.976	5,54
FR0000131906 - AC.RENAULT (FP)	EUR	0	0,00	1.193	0,74
NL0012650360 - AC.RHI MAGNESITA NV (GBP)	GBP	1.533	0,86	1.840	1,14
PTSEM0AM0004 - AC.SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIM	EUR	2.371	1,33	2.556	1,58
PTSON0AM0001 - AC.SONAE	EUR	0	0,00	150	0,09
TOTAL RV COTIZADA		82.322	46,26	80.570	49,75
TOTAL RENTA VARIABLE		82.322	46,28	80.570	49,74
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		82.322	46,28	80.570	49,74
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		169.663	95,38	155.771	96,16

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

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

11. Información sobre la política de remuneración

Información sobre remuneraciones, conforme al artículo 46bis de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, modificada por la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado: (a) La cuantía total de la remuneración abonada por la sociedad gestora a su personal en 2021 ha sido de 660.980 euros, siendo en su totalidad correspondiente a remuneración fija, por tanto, sin retribución variable. A 31 de diciembre de 2021 los empleados que figuran en plantilla de la sociedad gestora son 7. La totalidad de éstos son beneficiarios de una remuneración fija y ninguno son beneficiarios de una remuneración variable. Ninguna de las remuneraciones al personal se ha determinado como una participación en los beneficios de las IIC obtenida por la SGIC como remuneración por su gestión. (b) A 31 de diciembre de 2021 el número total de altos cargos dentro de la SGIC, siendo además responsables de asumir riesgos, es

de 7. La remuneración fija de este colectivo, como queda indicado en el anterior punto a), ha ascendido a 660.980 euros, sin retribución variable alguna. (c) La remuneración durante el ejercicio está formada únicamente por un componente de carácter fijo para todos los empleados, vinculado a los conceptos y criterios establecidos por el Convenio Colectivo de Oficinas y Despachos y un componente voluntario o gratificación, en función de la responsabilidad. (d) La Sociedad Gestora dispone de una política específica de remuneraciones e incentivos donde se establecen sus principios generales, los criterios para la determinación de la retribución global, así como los componentes de retribución fija y, en su caso, variable, que componen ésta última.

12. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total (Reglamento UE 2015/2365)

La Sociedad no ha realizado durante el período operaciones de financiación de valores, reutilización de garantías o swaps de rendimiento total.