



## Esfera III Mustallar FI.

### Carta a los Inversores correspondiente al 3º trimestre de 2019

El Valor Liquidativo del (compartimento del) fondo Esfera III Mustallar se ha incrementado en un 0,6% durante el trimestre. Esta variación es la combinación de unas plusvalías, realizadas y latentes, del 1,2% del patrimonio medio, menos un 0,6% de gastos y comisiones de compraventa.

	2019				2019	
	Jun.19		Sep.19		Dec.19	ACUMULADO
	€ miles	%	€ miles	%	€ miles	%
Patrimonio promedio, € miles	985	100%	1.258	100%		1.162 100%
Plusvalía bruta	-1,2	-0,1%	15,1	1,2%		14,0 1,2%
Comisiones compraventa	-1,2	-0,1%	-1,7	-0,7%		-3,0 -0,3%
Plusvalía neta	-2,4	-0,2%	13,4	1,1%		11,0 0,9%
Gastos	-2,3	-0,2%	-6,1	-0,5%		-8,4 -0,7%
Plusvalía neta después de gastos %	-4,7	-0,5%	7,3	0,6%		2,6 0,2%
<b>Valor liquidativo %</b>	<b>-0,8%</b>		<b>0,6%</b>			<b>-0,2%</b>
Total fondos € Alt-multiestrategia (9-10-2019)			519			
Ranking (% 3 meses, 9-10-2019)			222			
Ranking (% 3 meses, 9-10-2019) Percentil			57%			

El Valor Liquidativo acumulado es del -0,2%. Sin embargo, todos los partícipes salvo los aportantes iniciales están en beneficios, lo que se mide por la "Plusvalía neta después de gastos", del 0,2%. Esta aparente "discrepancia" se explica por los gastos cargados durante los días de puesta en marcha del compartimento, cuando el patrimonio era muy pequeño. Estos gastos redujeron el Valor Liquidativo en un -0,5% aproximadamente (23/may/2019) antes de que el compartimento comenzase efectivamente sus operaciones, pero son bajos en euros (-0,4 miles de € a la misma fecha).

El compartimento está encuadrado en la categoría Morningstar Alt-Multiestrategia. El 9/oct/2019 se consultó la web [www.morningstar.es](http://www.morningstar.es) para comparar el comportamiento del compartimento con los otros fondos en € de su categoría. Según la web, que es la referencia en cuanto a datos de fondos, existen 519 fondos en € en la categoría Alt-Multiestrategia; Esfera III Mustallar se situaría en la posición 222 por rentabilidad a 3 meses, mejor que el 57% de los fondos de su categoría. El compartimento se creó el 10/may/2019, e inició sus operaciones efectivas el 6/jun/2019, por lo que el máximo período comparable, de entre los disponibles en la web, es de 3 meses.

El desglose de las plusvalías netas de comisiones, agrupadas por sectores y tipos de activos, sería el siguiente (en euros y en porcentaje respecto al total de plusvalías):

Todas las posiciones	Plusvalías	%
Telecomunicaciones	10.16892,4%	92,4
Bancos	4.34639,5%	39,5
RV Mercados Emergentes	3.32130,2%	30,2
Farmacia	1.10110,0%	10,0
Seguros	4313,9%	3,9
Petróleo y Gas	2772,5%	2,5
RF Emergente HY	2642,4%	2,4
Transporte	940,9%	0,9
RF Emergente	-100 -0,9%	-0,9
Liquidez	-103 -0,9%	-0,9
RF Europa HY	-113 -1,0%	-1,0
Utilities	-8.680 -78,9%	-78,9
<b>Total general</b>	<b>11.007</b>	<b>100,0%</b>

Los sectores económicos, a menos que se especifique lo contrario, se refieren a Europa.

RF= Renta Fija  
RV=Renta Variable  
HY=High Yield, alto rendimiento  
Emergente=Mercados emergentes  
Utilities=Empresas de servicios públicos (electricidad, gas, agua)



## Visión de la situación de los mercados

La mayoría de los activos financieros alcanzan precios elevados, especialmente la renta fija en euros en todas las categorías. La renta fija en dólares con cobertura del riesgo de divisa alcanza también precios elevados con rentabilidad potencial baja. La renta fija emergente, tanto en dólares americanos como en moneda local, tiene valoraciones razonables, si bien el coste de la cobertura del riesgo divisa a euros es elevado. La renta variable de Estados Unidos alcanza valoraciones históricamente elevadas o muy elevadas. La renta variable europea alcanza valoraciones razonables en algunos sectores y países, y valoraciones elevadas en otros. La renta variable emergente presenta valoraciones razonables, mezclando valoraciones atractivas en países de elevado riesgo con valoraciones elevadas en los países de riesgo moderado. No se han observado cambios significativos en el trimestre en las valoraciones de las clases de activos y en el binomio rentabilidad-riesgo.

			Sep.19		
			Valoración	Riesgo	En cartera
Renta fija	Grado de inversión	€	XX	XX	X
		\$	—	X	X
	Alta rentabilidad	\$, cob a €	XX	X	X
		€	X	—	✓
	Emergente	\$	—	XX	X
		\$, cob a €	—	XX	X
	Emergente, alta rent.	€	X	X	X
		\$	—	X	X
	\$, cob a €	—	—	✓	
Renta variable	Europa	Índice	—	X	X
		Value	✓	X	✓
		Growth	X	X	X
	USA	Índice	XX	X	X
		Value	—	X	X
		Growth	XX	XX	X
	Emergente	Índice	✓	X	✓
		Value	✓✓	XX	X
		Growth	X	X	X

A modo de ejemplo, estos son los datos más importantes del iShares € Aggregate Bond UCITS ETF, fondo cotizado que replica un índice amplio de bonos en euros de grado de inversión.

(fuente: blackrock.com/es):

### iShares € Aggregate Bond UCITS ETF

Información general	Rentabilidad	Datos clave	Posiciones	Listado	Literatura
Acciones en circulación a 11 oct 2019	21.288.996	Número de posiciones ⓘ a 10 oct 2019		3665	
Nivel de referencia a 11 oct 2019	EUR 268,57	Ticker del índice de referencia		LBATREU	
Rentabilidad de distribución a 10 oct 2019	0,88	Cupón Promedio Ponderado ⓘ a 10 oct 2019		1,99	
Fin del año fiscal	30 jun 2020	Duración Efectiva ⓘ a 10 oct 2019		7,26	
Vencimiento medio ponderado a 10 oct 2019	8,44	Desviación típica (3 años) ⓘ a 30 sep 2019		3,02%	
Rendimiento a peor ⓘ a 10 oct 2019	0,04				

El "rendimiento a peor" es la "Rentabilidad media de la cartera a precios actuales de mercado, ajustándose a la opcionalidad"; es decir, la rentabilidad antes de comisiones que un que un inversor puede esperar si compra esta cartera de bonos ahora y los mantiene hasta el vencimiento. Un mísero 0,04% anual, que explica la **XX** en valoración.



La “duración efectiva” es “Una medida de la capacidad de respuesta de los precios de una cartera de bonos o de cambios en los tipos de interés. La duración efectiva se ajusta a los cambios en los flujos de efectivo proyectados como resultado de cambios en el rendimiento, lo que representa opcionalidad integrada.”; es decir, lo que sube o baja el precio de la cartera de bonos ante cambios de los tipos de interés. Si los tipos de interés subieran un 1% (pasando de ese 0,04% a 1,04%) el precio de la cartera de bonos bajaría aproximadamente un 7,26%. Se necesitarían casi 7 años para “recuperar” el principal. Un riesgo muy alto, que explica la **XX** en riesgo.

## Situación macroeconómica

Se observa un comportamiento macroeconómico de “final de ciclo” o fase de debilitamiento, que coincide con valoraciones elevadas o muy elevadas de los activos financieros. Los signos de debilitamiento son este trimestre más fuertes y abundantes, especialmente los indicadores adelantados (PMI, ISM, LEI, etc.) y los basados en encuestas.

EUROZONE MANUFACTURING PMI, SA, 50 = NO CHANGE



Fuente: IHS Markit



Fuente: Macrobond and Nordea

MEDIAN EV-BASED VALUATION FOR US LARGE CAPS



Fuente: Factset and Nordea

## Cartera del Fondo

Esa visión de la situación macroeconómica y de los mercados se traduce en la siguiente cartera a 30/sep/2019 (en euros y en porcentaje sobre el total del patrimonio):

Posiciones abiertas	Exposición	%	Posiciones abiertas	Exposición	%
Liquidez	668.636	52,1%	España	780.316	60,8%
Telecomunicaciones	137.164	10,7%	Emergentes	159.000	12,4%
Utilities	136.630	10,6%	Europa	144.320	11,2%
RF Emergente HY	106.638	8,3%	Reino Unido	85.374	6,7%
RF Europa HY	103.520	8,1%	Alemania	76.740	6,0%
RF Emergente	52.362	4,1%	Pakistán	22.791	1,8%
Bancos	40.800	3,2%	Nigeria	14.688	1,1%
RV Mercados Emergentes	37.479	2,9%			
<b>Total general</b>	<b>1.283.229</b>	<b>100,0%</b>	<b>Total general</b>	<b>1.283.229</b>	<b>100,0%</b>

Posiciones abiertas	Exposición	%
EUR	1.053.738	82,1%
USD	144.117	11,2%
GBP	85.374	6,7%
<b>Total general</b>	<b>1.283.229</b>	<b>100,0%</b>

Los sectores económicos, a menos que se especifique lo contrario, se refieren a Europa.

RF= Renta Fija  
RV= Renta Variable  
HY= High Yield, alto rendimiento  
Emergente= Mercados emergentes  
Utilities= Empresas de servicios públicos (electricidad, gas, agua)

## Política de inversión

La política de inversión se explica, con precisión, en el **folleto** del compartimento. También se explica, en términos coloquiales, en [www.mustallar.com/política-de-inversión](http://www.mustallar.com/política-de-inversión).

En la práctica, la mejor forma de explicar la política de inversión es utilizar un ejemplo. Se parte del diagnóstico del mercado, constatando que el entorno es de altas valoraciones y, por tanto, bajas expectativas de rentabilidad futuras, en la mayoría de los activos “naturales” disponibles para un inversor en euros, renta fija y variable de países desarrollados. Por ello, la búsqueda de rentabilidad a largo plazo y el alcance global del compartimento nos llevan a buscar oportunidades en nichos de mercado, o en países, cuyo ciclo de negocios esté menos correlacionado con el de los países desarrollados. Un activo de estas características es el fondo cotizado iShares MSCI Turkey UCITS ETF, que replica al índice MSCI Turquía en dólares. Por valoración, se trata de un activo barato.

The **MSCI Turkey Index** is designed to measure the performance of the large and mid cap segments of the Turkish market. With 16 constituents, the index covers about 85% of the equity universe in Turkey.

### CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (SEP 2004 - SEP 2019)



### ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI Turkey	MSCI Emerging Markets	MSCI ACWI IMI
2018	-41.05	-14.24	-9.61
2017	39.07	37.75	24.58
2016	-8.12	11.60	8.96
2015	-31.55	-14.60	-1.68
2014	19.07	-1.82	4.36
2013	-26.52	-2.27	24.17
2012	64.87	18.63	17.04
2011	-35.16	-18.17	-7.43
2010	21.24	19.20	14.87
2009	98.49	79.02	37.18
2008	-62.10	-53.18	-42.01
2007	74.81	39.82	11.66
2006	-6.97	32.55	21.49
2005	56.94	34.54	12.06

### INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (%) (SEP 30, 2019)

	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	ANNUALIZED				Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
					3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since May 31, 1994				
MSCI Turkey	12.33	11.65	17.05	11.67	-7.55	-8.47	-3.33	7.78	3.59	8.18	6.34	1.17
MSCI Emerging Markets	1.94	-4.11	-1.63	6.22	6.37	2.71	3.73	5.47	2.94	13.22	11.85	1.57
MSCI ACWI IMI	2.14	-0.05	1.03	16.37	9.93	7.17	9.01	7.24	2.48	18.18	15.39	2.19

### FUNDAMENTALS (SEP 30, 2019)

Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
3.59	8.18	6.34	1.17
2.94	13.22	11.85	1.57
2.48	18.18	15.39	2.19

Fuente: msci.com el 13/oct/2019

Esa atractiva valoración está relacionada con la bajada generalizada de precio de los activos turcos, que se puede apreciar en el siguiente gráfico de largo plazo de la cotización del fondo cotizado, en euros:

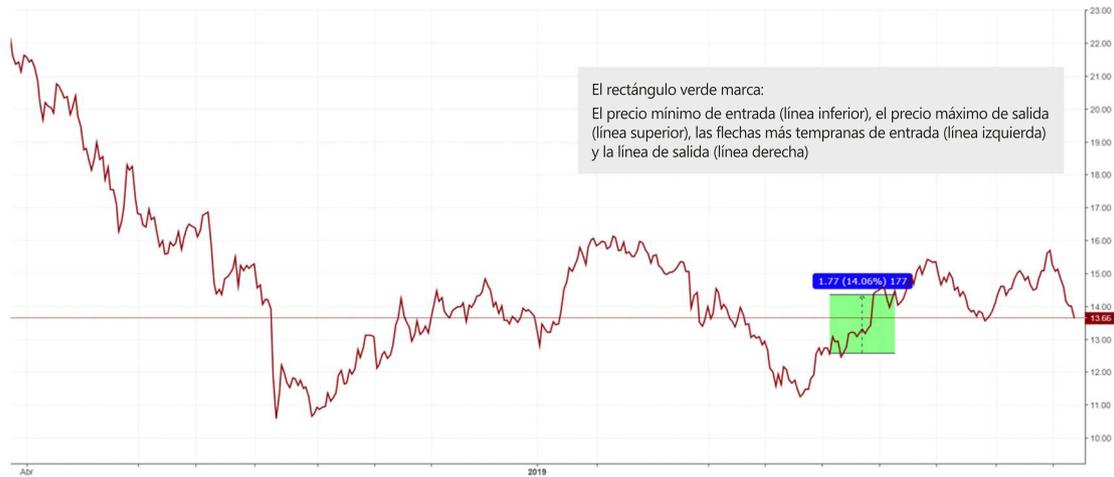


iShares MCCI Turkey UCITS, Alemania, XETRA:IQQ5, W - (13-Oct-19) - Fuente: Investing.com

Así pues, la atractiva valoración junto al momento del ciclo de los negocios en Turquía nos lleva a realizar un análisis detallado de la conveniencia de invertir en el activo. Finalmente, el compartimento toma una posición de 5.000 participaciones entre el 6 y el 7 de junio de 2019, a un precio de 12,59 y 12,64 euros por participación.



Ante la rápida revalorización y el elevado riesgo, se decide tomar beneficios y se producen las ventas a precios que oscilan entre los 13,48 euros (rentabilidad de la transacción 6,6%) y los 14,36 euros (rentabilidad de la transacción 14,0%).



iShares MCCI Turkey UCITS, Alemania, XETRA:IQQ5, D - (14-Oct-19) - Fuente: Investing.com

Turquía es un país de alto riesgo, por lo que el porcentaje del patrimonio del compartimento susceptible de estar invertido en activos turcos debe ser necesariamente modesto.

En resumen, se toma una posición en un activo "barato" por valoración, donde el ciclo de negocios está lejos del pico, de tamaño adecuado al elevado riesgo país. Se materializan las plusvalías con agilidad, precisamente por el elevado riesgo y volatilidad del activo, aunque razonablemente cabría esperar que a largo plazo el precio continúe subiendo.

**Javier Castro Valdivia**

**Gestor del compartimento Esfera III Mustallar**

DISCLAIMER: La información resumida de las características de la IIC mostrada en este documento es meramente informativa y puede estar sujeta a modificaciones, por lo que la información válida es exclusivamente la recogida en el Folleto y demás documentación de naturaleza normativa, disponibles en el sitio web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

El presente documento no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente documento, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

En las informaciones y opiniones facilitadas se ha empleado información de fuentes de terceros y han de ser consideradas por el usuario a modo indicativo, sin que pueda estimarse como elemento determinante para la toma de decisiones. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

No se asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.