



Esfera III Mustallar Carta a los inversores 2019 T4

www.mustallar.com

14 de enero de 2020

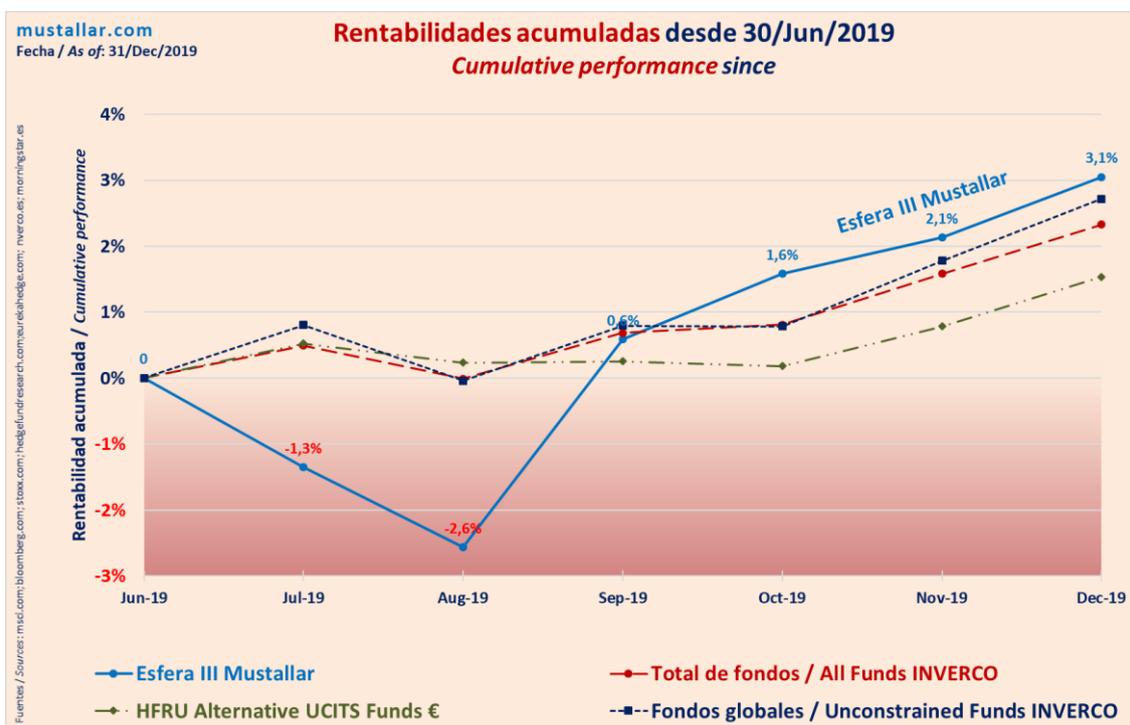
Estimados Inversores:

El Valor Liquidativo, neto de gastos y comisiones, del compartimento del fondo Esfera III Mustallar se ha incrementado en un 2,4% durante el trimestre. La siguiente tabla contiene las rentabilidades trimestrales:

	T1	T2	T3	T4	Anual
2.019			0,6%	2,4%	
2.020					

www.mustallar.com

En los dos últimos trimestres Esfera III Mustallar ha obtenido una rentabilidad del 3,1% neta de gastos y comisiones. El siguiente gráfico muestra la rentabilidad de Esfera III Mustallar y la obtenida por otros fondos, agrupados en índices:



Rentabilidad acumulada de Esfera III Mustallar comparada con índices de fondos de inversión en los que se encuadra o podría encuadrarse. "Total de Fondos INVERCO" son todos los fondos de inversión registrados en España seguidos por Inverco. "Fondos Globales INVERCO" son los fondos de inversión seguidos por Inverco de la categoría "Global", a la que pertenece Esfera III Mustallar. "HFRU Alternative UCITS Funds €" es un índice de fondos de gestión alternativa en €, que cumplen con la directiva UCITS.

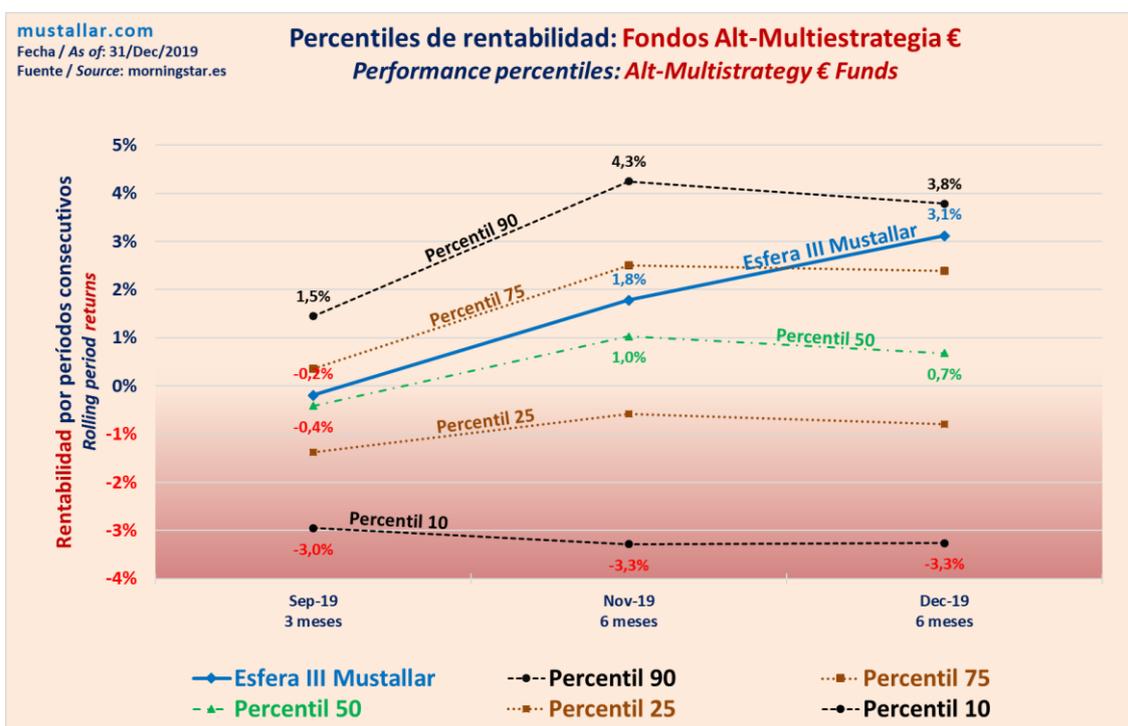
Siguiendo las buenas prácticas de análisis de resultados, se informa solamente de períodos completos de gestión discrecional, para que su comparativa con otras inversiones sea homogénea. Aunque el compartimento se creó el 10 de mayo de 2019, inició sus operaciones efectivas el 6 de junio de 2019, por lo que los resultados se analizan y comparan desde el fin de junio de 2019 en adelante, por períodos mensuales o trimestrales completos. El incremento del Valor Liquidativo desde la fecha de creación del compartimento hasta el 31 de diciembre de 2019 es del 2,2%.



Esfera III Mustallar Carta a los inversores 2019 T4

www.mustallar.com

El compartimento está encuadrado en la categoría Morningstar Alt-Multiestrategia. El 2 de enero de 2020 se consultó la web www.morningstar.es para comparar la rentabilidad del compartimento con los otros fondos en € de su categoría. Según la web, que es la referencia en cuanto a datos de fondos, existen 527 fondos en € en la categoría Alt-Multiestrategia y una antigüedad superior a 6 meses; la rentabilidad de Esfera III Mustallar en los 6 meses terminados en diciembre de 2019, del 3,1%, se situaría en la posición 83 de 527, **entre el 16% mejor** de los fondos de su categoría. La evolución del ranking del compartimento se puede apreciar en la siguiente gráfica:



Esta rentabilidad se ha obtenido con una baja exposición a activos de riesgo (media de liquidez en el período del 48,4%), lo que se traduce en un bajo Valor en Riesgo (*Value-at-Risk*, VaR), del 0,37% de media durante el trimestre frente al 4,5% establecido en el folleto (medido por el método de Montecarlo a 1 día al 99%). La volatilidad anualizada (otra medida del riesgo) fue del 3,0% durante el trimestre, un valor también bajo frente al objetivo máximo del 30% establecido en el folleto. Esta baja exposición a los activos de riesgo es debida a las altas valoraciones, que hacen poco atractiva la rentabilidad potencial a largo plazo comparada con el riesgo. La baja



Esfera III Mustallar Carta a los inversores 2019 T4

www.mustallar.com

volatilidad se puede apreciar en el siguiente gráfico que representa el valor liquidativo diario durante el trimestre:



La variación del Valor Liquidativo es la combinación de unas plusvalías, realizadas y latentes, del 3,3% del patrimonio medio, menos un 0,9% de gastos y comisiones de compraventa, según desglose a continuación.

Esfera III Mustallar Resultados trimestrales	2019			
	Sep-19		Dec-19	
	€ miles	%	€ miles	%
Patrimonio promedio	1.258	100%	1.297	100%
Plusvalía bruta	15,1	1,2%	43,3	3,3%
Comisiones compraventa	-1,7	-0,1%	-1,8	-0,1%
Plusvalía neta	13,4	1,1%	41,4	3,2%
Gastos y comisiones de gestión	-6,1	-0,5%	-10,0	-0,8%
Plusvalía neta después de gastos %	7,3	0,6%	31,5	2,4%
Valor Liquidativo %	0,6%		2,4%	

www.mustallar.com



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

Todas las Posiciones	Plusvalias	%
Telecomunicaciones	23.222	46,3%
RV Mercados Emergentes	12.777	25,5%
Liquidez	4.092	8,2%
Bancos	4.004	8,0%
RF Emergente HY	3.849	7,7%
RF Emergente	2.493	5,0%
RF Europa HY	2.109	4,2%
Farmacia	1.101	2,2%
Seguros	421	0,8%
Petróleo y Gas	277	0,6%
Transporte	94	0,2%
Utilities	-4.307	-8,6%
Total general	50.130	100,0%

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 en dólares americanos tiene valoraciones razonables. 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.

Durante el trimestre, las valoraciones de renta variable de Estados Unidos han continuado su escalada hasta valores que, en algunas métricas (valor empresa/EBITDA, precio/ventas), se acercan o superan los máximos históricos. El binomio rentabilidad potencial a largo plazo-riesgo no es atractivo.



Esfera III Mustallar Visión de mercado y cartera			Dec-19		
			Valoración	Riesgo	En cartera
Renta fija	Grado inversión	€	× ×	× ×	×
		\$	×	× ×	×
		\$, cob a €	×	×	×
	Alta rentabilidad	€	×	—	×
		\$	×	× ×	×
		\$, cob a €	×	×	×
	Emergente	local	×	×	×
		\$	—	×	×
\$, cob a €		—	—	✓	
Emergente, alta rentabilidad	\$	✓	×	×	
	\$, cob a €	✓	—	✓	
Renta variable	Europa	Índice	—	×	×
		Value	✓	×	✓
		Growth	×	×	×
	USA	Índice	× ×	×	×
		Value	—	×	×
		Growth	× ×	× ×	×
	Emergente	Índice	✓	×	✓
		Value	✓ ✓	× ×	×
		Growth	×	×	×

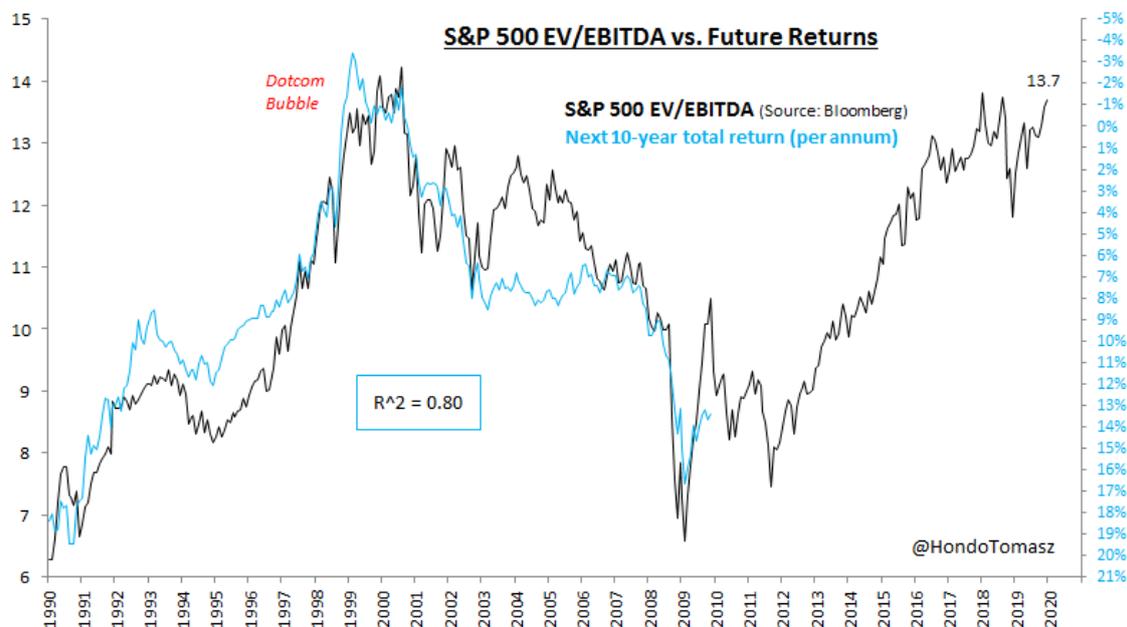
\$, cob a € = activo en dólares con cobertura del riesgo divisa a €
local = activo en moneda local del emisor

www.mustallar.com

A modo de ejemplo, en el siguiente gráfico se puede apreciar el “Valor de empresa” (*Economic Value*, EV), que es la suma del valor de mercado más el endeudamiento, dividido por el EBITDA (una popular medida del beneficio operativo antes de intereses, impuestos y amortizaciones); este cociente es una medida de valoración (línea negra). Esta valoración se compara con el retorno anualizado (incluidos dividendos) obtenido en diez años (línea azul). A las valoraciones actuales (13,7 EV/EBITDA) el retorno de los próximos 10 años del S&P 500 sería de una **pérdida**



anual superior al 1% (escala derecha), siempre que se mantenga la correlación (fuente: @HondoTomasz):



Esto explica la **XX** en valoración del índice de renta variable USA.

Situación macroeconómica

Se observa un comportamiento macroeconómico de “final de ciclo”, que coincide con valoraciones elevadas o muy elevadas de los activos financieros. Los signos de debilitamiento macroeconómico son menos abundantes, con algunos indicadores mejorando claramente (PMI de China, por ejemplo). En el mercado parece existir un cierto consenso en que el debilitamiento industrial observado en 2019 se revertirá en 2020 y se iniciará un nuevo subciclo expansivo, como el vivido en 2017-2018 por ejemplo. Incluso en el caso de que esa expansión fuese una certeza, que no lo es, el elevado precio de la mayoría de los activos sigue siendo un lastre para invertir con un razonable margen de seguridad.

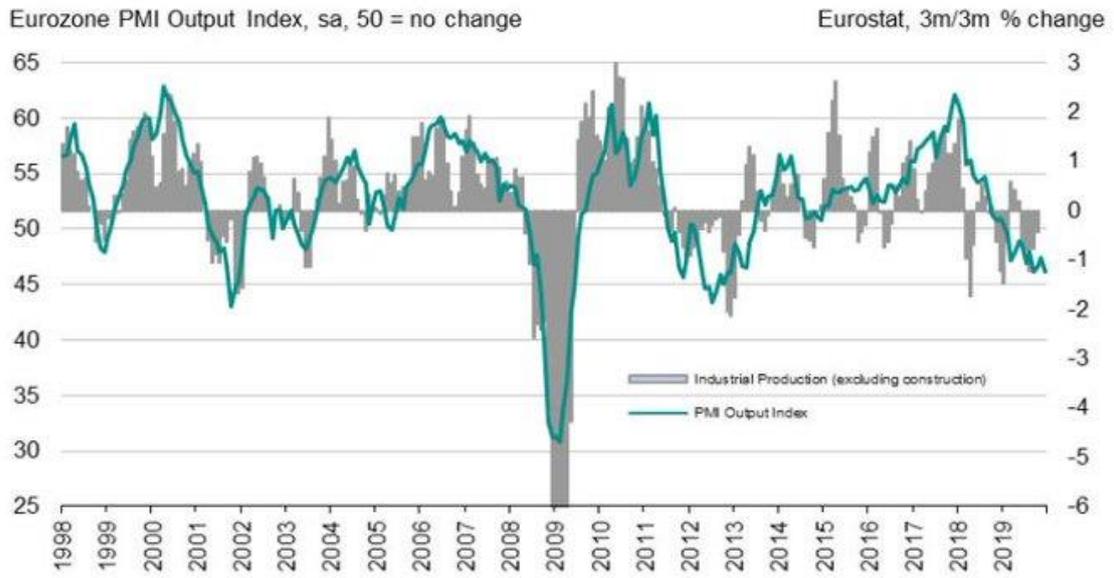
La situación macroeconómica en la zona Euro, especialmente, sigue sin mostrar signos de fortaleza.



Esfera III Mustallar

Carta a los inversores 2019 T4

www.mustallar.com



Source: IHS Markit, Eurostat





Cartera del compartimento

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

Posiciones abiertas	Exposición	%
Liquidez	585.609	44,5%
RF Emergente HY	456.653	34,7%
RF Emergente	159.918	12,2%
Utilities	89.625	6,8%
RV Mercados Emergentes	23.859	1,8%
Total general	1.315.664	100,0%

Posiciones abiertas	Exposición	%
EUR	981.604	74,6%
USD	334.061	25,4%
Total general	1.315.664	100,0%

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

La exposición a renta fija en dólares tiene cobertura de divisa a €, no reflejada en el cuadro

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 mustallar.com/politica-de-inversion.

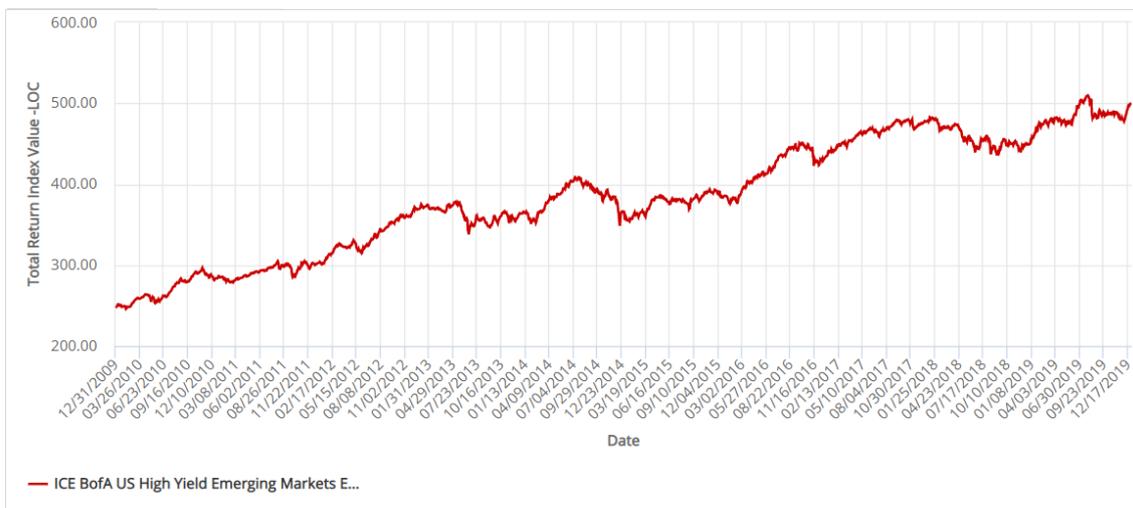
En la práctica, la mejor forma de explicar la política de inversión es utilizar un ejemplo. Se parte del diagnóstico del mercado, constatando que el entorno es de altas valoraciones y, por tanto, bajas expectativas de rentabilidad futuras, en la mayoría de los activos “naturales” disponibles para un 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.

Una clase de activo de estas características es la deuda soberana de alto rendimiento de países emergentes en dólares, representada por el índice *ICE BofA US High Yield Emerging Markets External Sovereign Index (DGHY)*. El perfil de rentabilidad de la clase de activo se puede apreciar en el siguiente gráfico, que representa la rentabilidad con reinversión de dividendos, en dólares:



Esfera III Mustallar Carta a los inversores 2019 T4

www.mustallar.com



Fuente: indices.theice.com a 31 de diciembre de 2019

Se trata de una clase de activo que combina una alta rentabilidad potencial (7,26% de rentabilidad efectiva de la cartera a 31 de diciembre de 2019), con un razonable riesgo por duración (6,45 años) y una valoración por debajo de la media (medido por el diferencial de crédito “OAS-Govt”) de 540 puntos básicos. Obviamente, estas bondades se derivan del alto riesgo de impago, con una calidad crediticia media de B1.

ICE BofA US High Yield Emerging Markets External Sovereign Index (DGHY) - LOC as of 12/31/2019							
Average Characteristics				Total Return %			
# Issues	306			Index Value	500.253		
Full Mkt Val	410902.000	Maturity/WAL	10.998	1 Mth	4.185	3 Mth	2.663
Eff Yield	7.26	OAS-Govt	540	6 Mth	0.280	12 Mth	11.279
Eff Dur	6.45	OAS-Swp	471	MTD	4.185	YTD	11.279
Eff Conv	0.78	Quality	B1				

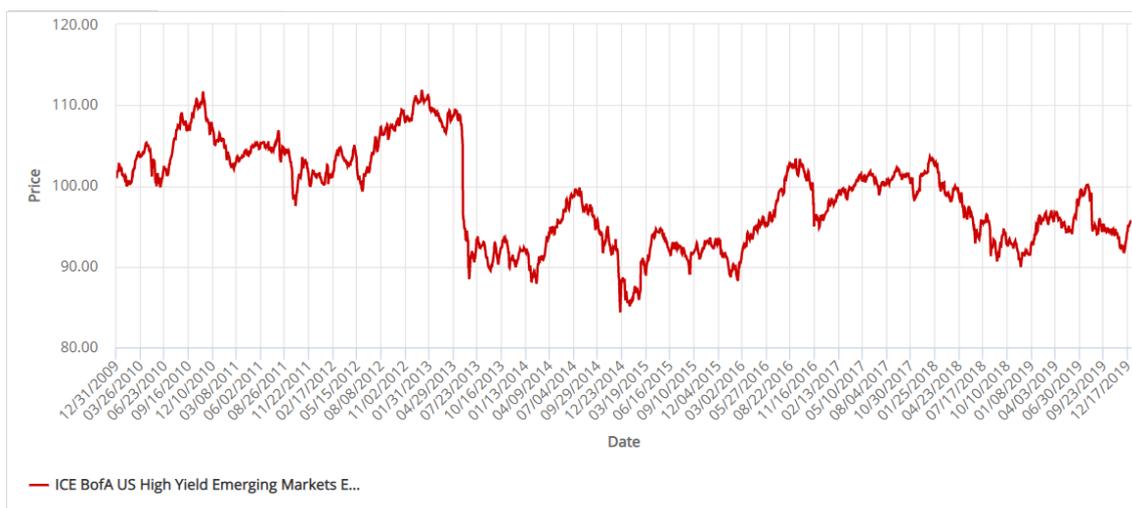
Fuente: indices.theice.com a 31 de diciembre de 2019

En esta clase de activo, por tanto, el binomio rentabilidad potencial-riesgo está “equilibrado”, en opinión del gestor. Gráficamente, se puede apreciar que el precio está en la zona media-baja de la última década.



Esfera III Mustallar Carta a los inversores 2019 T4

www.mustallar.com



Fuente: indices.theice.com a 31 de diciembre de 2019

Ante el adecuado (en opinión del gestor) perfil de la clase de activo, se ha invertido en el *iShares Emerging Markets High Yield Bond ETF*, fondo pasivo que sigue un índice de referencia muy parecido y ofrece una gran diversificación (522 posiciones en cartera a 31 de diciembre de 2019; fuente: ishares.com). La inversión se mantiene en cartera a fin de trimestre.

Saludos cordiales,

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.

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.



Esfera III Mustallar Carta a los inversores 2019 T4

www.mustallar.com

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 debe 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.