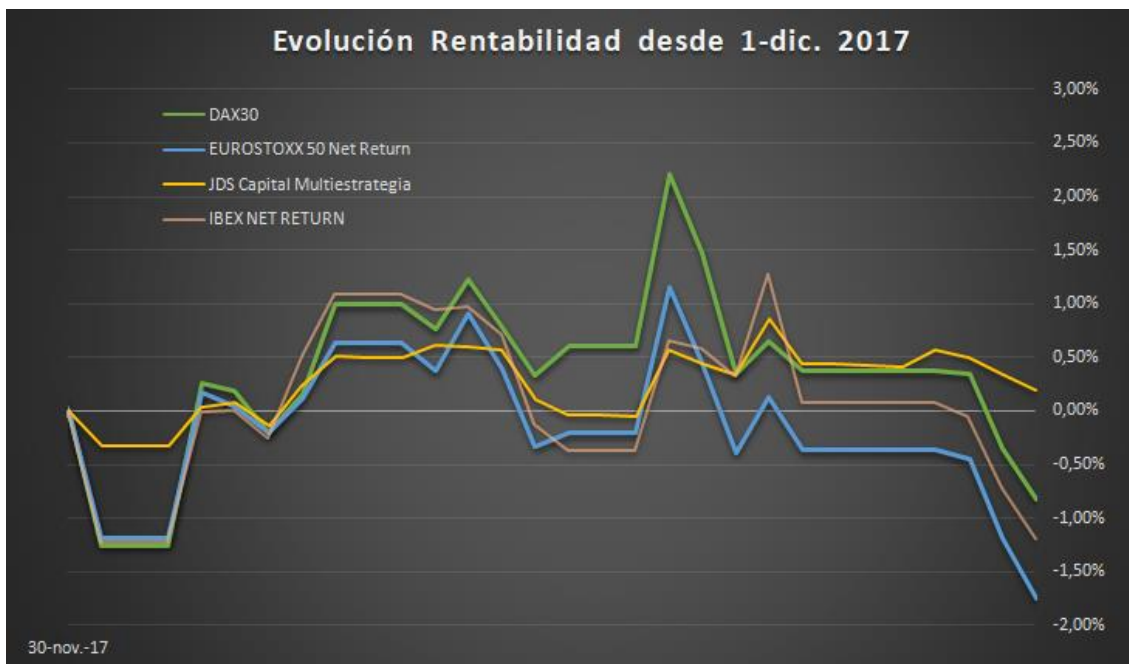


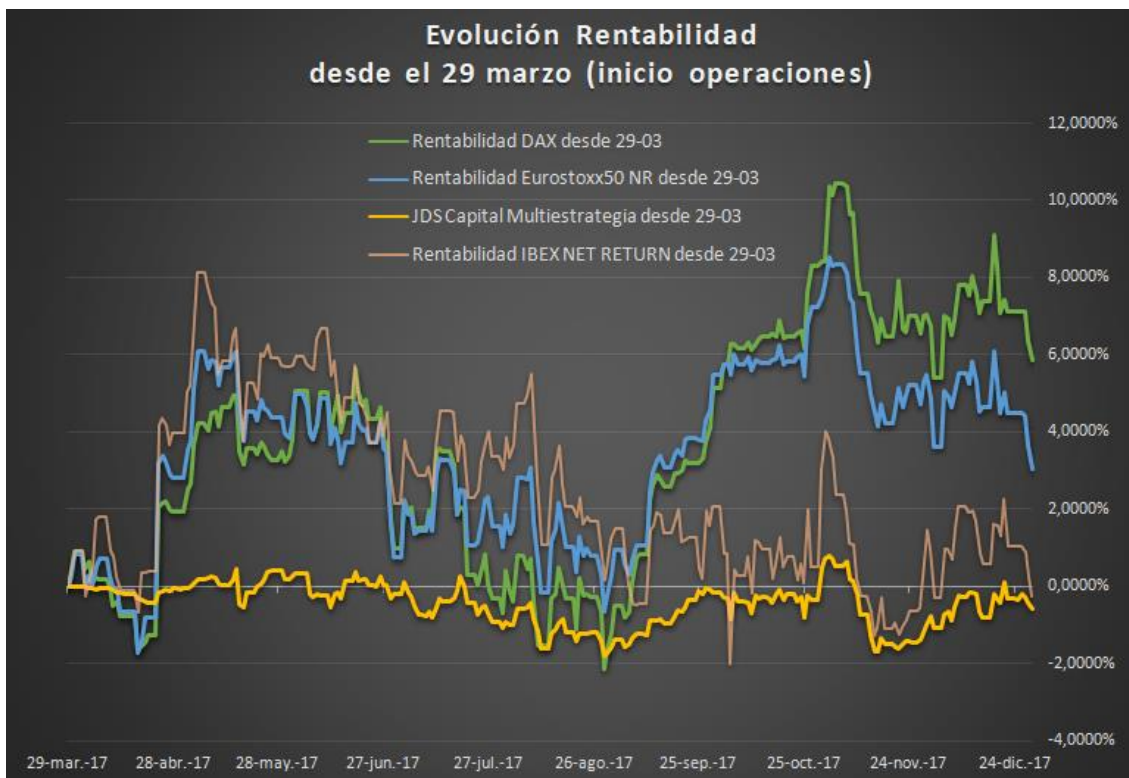
JDS Capital Multiestrategia, F.I. Informe diciembre 2017.

Estimado inversor,

A cierre del mes de diciembre, el Valor Liquidativo (VL) del fondo se situó en los 9,887132€ tras subir un 0,1899% durante el mes, mientras que en Europa el DAX ha caído un 0,82%, el Eurostoxx 50 Net Return un 1,75% y el Ibex TR un 1,19% (índices con dividendos). Por otra parte, en EEUU el índice SP500 ha subido un 0,98%, mientras que el Nasdaq100 ha subido un 0,48%, aunque bajo la perspectiva del inversor europeo, hay que restar la subida de la paridad euro-dólar (depreciación del dólar frente al euro), que ha sido de un 0,89% en diciembre. El patrimonio del fondo ha crecido un 4,64%, hasta los 14.749.595€.



En el gráfico anterior podemos ver la evolución del VL del fondo durante el mes de diciembre, y en el gráfico siguiente mostramos la evolución del VL desde el inicio de operaciones el 29 de marzo de 2017, comparada con los índices DAX (Alemania), Eurostoxx50 Total Return (Europa), e IBEX Total Return (España), todos ellos índices que incluyen dividendos.



Como vemos, las bolsas europeas no han terminado el año 2017 al alza, sino a la baja. Esto ha penalizado el VL del fondo, aunque la cartera de acciones ha tenido un buen comportamiento, destacando el caso de Aryzta, que ha subido un 17,51%. También se han comportado bien los valores americanos que tenemos en cartera, tanto los del sector Oil & Gas (destacando la subida de casi el 80% de las acciones nuevas de Consol Energy tras el spin-off), como el sector Biotech (representado por el ETF Nasdaq Biotech Ultra), además de los casos particulares de Teekay (+11,88%) y Teekay LNG Partners (+11,33%). Todo ello ha permitido que nuestro VL acabe el mes ligeramente al alza mientras que los índices europeos han cerrado a la baja.

En cuanto a las opciones, nos han restado rentabilidad en diciembre, porque seguimos teniendo más exposición a través de CALL compradas (teniendo el valor temporal y la caída de volatilidad en contra), que a través de PUT vendidas (teniendo el valor temporal y la volatilidad a favor). La gran ventaja es que, en caso de tropiezo mayor de las bolsas, la estrategia de CALL compradas solo nos afectaría en un 0,8% como máximo. Es decir, tenemos el paso del tiempo en contra, pero a cambio de eso **conseguimos tener una exposición alcista superior al 10% con un riesgo de sólo un 0,8%**. La clave, para el éxito de esta estrategia, es que tengamos un buen mes de enero, algo que nos sigue

pareciendo totalmente razonable. Las elecciones catalanas solo han aportado volatilidad, pero ningún movimiento técnicamente relevante, puesto que el IBEX ha seguido moviéndose dentro del rango lateral de los últimos meses.

A continuación, pasamos a comentar en detalle las posiciones en cada tipo de activo.

Cartera del fondo y estrategia.

Estructura general.

La exposición que tenemos se reparte de la siguiente manera:

62,07% Liquidez y Fondos monetarios / RF.

27,04% con opciones sobre RV (Ibex, Dax y Eurostoxx principalmente).

22,2% en acciones.

3,53% ETFs (GDX-Mineras de oro y BIB-Biotech).

La **exposición a RV teniendo en cuenta el peso equivalente de las opciones, ha subido del 48,75% a cierre de noviembre al 52,77% a cierre de diciembre**, incluyendo los ETFs. Globalmente, **nuestro grado global de exposición no ha sufrido cambios significativos.**

Es importante recalcar que la exposición alcista que conseguimos a través de las opciones no requiere una inmovilización del capital total, y por esa razón figura un 62% de liquidez, mientras que nuestra exposición a RV es del 52%. Este último dato es el que realmente debe importarnos, al margen de cuánto dinero esté en la cuenta corriente.

Veamos en detalle cada grupo.

Opciones.

En diciembre hemos vendido (el 1-dic) 25 PUT DAX 10.000 de vencimiento dic-2018. También hemos vendido (el 19-dic) 25 PUT DAX 11.000 de vencimiento dic-2018, y hemos comprado (el 19-dic) otras 25 CALL DAX 15.000 de vencimiento dic-2018. Para terminar con las opciones sobre índices, el 29-dic compramos 150 CALL EUROSTOXX 4.000 de vencimiento dic-2018. Son todas posiciones alcistas, al igual que las 50 PUT PEUGEOT 16€ de vencimiento dic-2018 que vendimos el día 1, y vienen a completar nuestras PUT vendidas sobre BMW y Renault.

A continuación, mostramos la cartera actual de opciones compradas y vendidas:

OPCIONES VENDIDAS

TIPO SUBY	OPCION	VOL	DIVISA	L/S	PESO EQUIV. ▲
INDICE	PUT DIC-18 IBEX 8.000	-500	EUR	Long	5,09%
INDICE	PUT DIC-18 DAX 10.000	-100	EUR	Long	4,66%
INDICE	PUT DIC-18 DAX 11.000	-25	EUR	Long	2,05%
ACCION	PUT DIC-18 RENAULT 72	-30	EUR	Long	0,44%
ACCION	PUT DIC-18 BMW 76	-20	EUR	Long	0,33%
ACCION	PUT DIC-18 PEUGEOT 16	-50	EUR	Long	0,2%
TOTAL					12,77%

OPCIONES COMPRADAS

TIPO SUBY	OPCION	VOL	DIVISA	L/S	PESO EQUIV. ▲
INDICE	CALL DIC-18 IBEX 11.000	275	EUR	Long	4,97%
INDICE	CALL DIC-18 EUROSTOXX50 4.000	150	EUR	Long	4,49%
INDICE	CALL MZO-18 IBEX 11.000	650	EUR	Long	2,26%
INDICE	CALL DIC-18 IBEX 12.000	300	EUR	Long	1,88%
INDICE	CALL DIC-18 DAX 15.000	25	EUR	Long	1,48%
ACCION	PUT MZO-18 AMAZON 800	25	USD	Short	-0,21%
ACCION	PUT MZO-18 NETFLIX 140	50	USD	Short	-0,24%
ACCION	PUT MZO-18 TESLA 200	80	USD	Short	-0,36%
TOTAL					14,27%

Las PUT que hemos vendido este mes han incrementado nuestra exposición a través de opciones vendidas, mientras que las 25 CALL DAX 15.000 y las 150 CALL Eurostoxx 4.000 que hemos comprado, han venido a compensar la pérdida de peso de las CALL sobre IBEX que teníamos compradas (una pérdida de ponderación que se explica por la caída del valor temporal y del índice IBEX principalmente). En concreto, **las 650 CALL IBEX 11.000 de vencimiento marzo-2018 ponderaban un 6,98% a cierre de diciembre, pero ponderan ahora solo un 2,26%**. Resultaría pues muy interesante que el IBEX despertara con fuerza en enero, y que la volatilidad subiera, ya que en ese caso estas CALL 11.000 marzo podrían volver a adquirir un gran protagonismo y aportar mucha rentabilidad al fondo. Esta es la razón por la que las mantenemos en cartera: pensamos que la relación riesgo-recompensa es claramente favorable, y estamos dispuestos a perder el valor que aún tienen a cambio del potencial beneficio que pueden aportar.

En cuanto a la cartera de opciones en su conjunto, el DAX ha ganado protagonismo y hemos vuelto a construir una posición en el Eurostoxx50. Nuestra apuesta sigue siendo alcista en Europa, y **mantenemos la expectativa de un rebote en las bolsas europeas que podría aportar al menos un 3-4% de rentabilidad al fondo, tal y como comentamos en nuestro último informe mensual.**

Fondos, Renta Fija y liquidez.

Este mes hemos invertido 150.000€ en el **fondo AnnualCycles**, basado en ciclos estacionales y que utiliza las opciones como herramienta de inversión principal, vendiendo PUTs (y también CALLs) sobre acciones e índices. Se trata pues de un fondo parecido al nuestro, pero con una operativa basada en estudios propios de **estacionalidad**. Nos parece muy interesante, y pensamos que podemos tener cómodamente un 2-3% del fondo invertido en este fondo en vez de tenerlo en liquidez, asumiendo la volatilidad que conlleva. El fondo de AnnualCycles tiene un histórico que empieza a ser suficientemente importante y atractivo, y su gestor, **Albert Parès**, ofrece explicaciones que nos parecen intelectualmente racionales, coherentes y superiores sobre su estilo y metodología de gestión, algo que a la hora de invertir es tan importante como los resultados obtenidos en el pasado. Bajo nuestro punto de vista, la parte "cualitativa" (es decir, explicar y argumentar un método y filosofía de inversión) es tan importante como la parte "cuantitativa" (es decir, los resultados que va obteniendo).

Por lo demás, mantenemos nuestros 5 fondos defensivos, aunque cada vez miramos con mejores ojos la posibilidad de invertir en **Renta Fija** con horizonte de medio plazo. Sin duda, existe el riesgo de "crash" en este mercado de RF, pero para ello debería producirse una subida rápida de los tipos de interés, cosa que no está nada clara. Además, el objetivo de la inversión sería cobrar los cupones de los bonos, al margen de la valoración de la cartera de bonos, que afectaría al VL en el corto plazo, pero se reabsorbería a medio plazo. Con esta idea mente, pensamos que tiene sentido invertir una parte del fondo en renta fija (a través de fondos muy diversificados), ahora que progresivamente estamos aumentando la volatilidad global del fondo, que se sitúa aún muy lejos del tope máximo que tenemos.

Acciones.

Este mes hemos **comprado** acciones de **Correios de Portugal, DIA, Teekay, Teekay Offshore, Teekay LNG Partners**, y hemos añadido más acciones de **Gastar Exploration**.

Por otra parte, hemos **vendido** BBVA, Renault, Peugeot, Bankinter y hemos reducido la posición en Técnicas Reunidas. Han sido movimientos en paralelo a las compras de CALL en DAX y Eurostoxx, lo que significa que **hemos reducido riesgo directo a través de acciones y lo hemos sustituido por la exposición a través de opciones**, donde el riesgo está bajo control (y es muy inferior). De esta forma jugamos el escenario alcista en enero con un riesgo ligeramente inferior.

A continuación, mostramos la composición actual de la cartera de acciones y ETFs, junto con la ponderación de cada posición.

Divisa	Activo	Peso
EUR	VOCENTO	2,13%
CHF	ARYZTA	1,79%
EUR	EDF	1,77%
EUR	GLOBAL DOMINION	1,76%
USD	CNX RESOURCES EX CONSOL ENERGY)	1,24%
USD	TEEKAY	1,05%
EUR	CTT CORREIOS PORT.	1,05%
USD	TEEKAY LNG PARTNERS	1,02%
EUR	DIA	1,02%
USD	BUENAVENTURA MINING	0,95%
USD	TEEKAY OFFSHORE	0,93%
EUR	TUBACEX	0,91%
EUR	TALGO	0,87%
USD	CABOT OIL & GAS	0,81%
EUR	APPLUS	0,81%
EUR	INDITEX	0,79%
EUR	BMW PREF	0,76%
USD	GASTAR EXPLORATION	0,74%
EUR	TECNICAS REUNIDAS	0,72%
USD	RANGE RESOURCES	0,67%
USD	CONSOL ENERGY (NUEVA)	0,42%
USD	ETF NASDAQ ULTRA BIOTECH (BIB)	2,22%
USD	ETF VANECK VECTORS GOLD	1,31%

Situación de mercado y perspectivas.

La debilidad que han mostrado las bolsas europeas en las últimas sesiones del año 2017 no tiene mucho sentido. Y como siempre que el mercado difiere de nuestro punto de vista, pueden ocurrir dos cosas: que tenga razón, y nosotros estemos equivocados, o al revés. Nuestra tarea consiste en estimar los riesgos de estar equivocados y compararlos con el potencial de estar acertados, y valorar en qué medida queremos asumir esos riesgos. Y por supuesto, reevaluar la situación en busca de cosas que no hayamos sabido ver.

En este final de 2017 (y comienzo de 2018), pensamos que más allá de una corrección de corto plazo no tiene sentido plantear una corrección profunda y duradera en las bolsas europeas, tal y como están las cosas hoy día. Eso no significa que durante los próximos meses no se pueda ir formando un techo de mercado que termine dando

paso a una corrección mayor. Porque además no debemos olvidar que diversos indicadores siguen en zona de peligro (pero no inminente). Uno de estos indicadores es la valoración de la bolsa americana, no medida por el PER (ni tampoco el CAPE), sino por el ratio PriceToSales (precio al que cotizan las empresas en relación a sus ventas), que resulta histórica y conceptualmente más fiable y lógico.



2018 se presenta con dos poderosas fuerzas que terminarán chochando: por un lado, la liquidez y gran *momentum* alcista de las bolsas americanas, en medio de una economía americana muy fuerte. También la economía europea se encuentra en su mejor estado de forma de muchos años, pero sus bolsas por ahora no se muestran igual de fuertes. Por otro lado, las valoraciones caras en EEUU y la ausencia de corrección superior al 5% en el SP500 desde hace casi dos años, es un factor de riesgo que puede estallar en cualquier momento. Pero cuidado porque "cualquier momento", no significa "inminente", aunque dé esa sensación. Significa más bien que *no necesitamos ningún detonante claro identificado a priori*: cuando las bolsas agoten su impulso alcista de corto plazo, pueden corregir simplemente "por aburrimiento". Así son las respiraciones del mercado, y debemos asumirlas.

Por ahora, considerando además la muy favorable estacionalidad del mes de enero, **no debemos apostar por caídas ni recortes en las bolsas**, lo cual significa que también debemos asumir el riesgo de que se produzcan. Nuestra posición de estar expuestos al 50% aproximadamente, la mitad con acciones y ETFs, y la otra mitad con opciones (de la cual a su vez la mitad es con PUTs vendidas, y la otra mitad con CALL compradas), nos

permite a la vez aprovechar un eventual tirón significativo en las bolsas europeas, y tener un gran margen de maniobra en caso de tropiezo mayor en las bolsas.

Como inversores de medio y largo plazo en los mercados, nuestro deber es estar invertidos durante la mayor parte del tiempo, porque por encima de todas las consideraciones geopolíticas, la imponente realidad es que las bolsas son estructuralmente alcistas a largo plazo. Si queremos capturar al menos parte de esta rentabilidad, debemos estar dentro del mercado la mayor parte del tiempo. Nuestra tarea es determinar en qué grado queremos estar invertidos, con qué herramientas queremos hacerlo, y dónde concretamente queremos estar invertidos. Nuestra posición ahora mismo en el fondo es estar invertidos en una cartera de acciones (es decir, *stock picking*) que pondera entre un 20 y 25%, y en una cartera de opciones que añade otro tanto. En ese 50% nos sentimos cómodos en el **contexto actual de mercado alcista a corto plazo, pero pendiente de algún susto o tropiezo importante que podría llegar en algún momento del año 2018**, y que ahora mismo consideramos que sería una oportunidad para reforzar la exposición. Dicho de otra manera, pensamos que no ha llegado todavía el momento de la parte bajista del ciclo, y por lo tanto **nos seguimos centrando en el lado largo (alcista) del mercado**.

Para cualquier duda o consulta, como siempre estamos a vuestra disposición.

Saludos cordiales,

Equipo de gestión JDS Capital.
Pamplona, 5 de enero de 2018.

